

**ANALISIS KEBIJAKAN SUMBER PENDANAAN
PENDEKATAN: *PECKING ORDER* HIPOTESIS**
(Studi Empiris pada Perusahaan Go Public Non Keuangan di BEJ)

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat
Memperoleh derajat S-2 Magister Sains Akuntansi



Diajukan oleh :
Nama : Sudjono
NIM : C4C 002369

Kepada :

**PROGRAM MAGISTER SAINS AKUNTANSI
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2005**

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	4342/7/MAK/C1
Tgl.	24-2-06

Tesis Berjudul

Analisis Kebijakan Sumber Pendanaan Pendekatan: Pecking Order Hipotesis
(Studi Empiris pada Perusahaan *Go Public* Non Keuangan di BEJ)

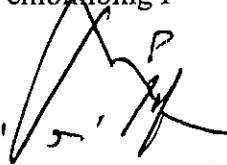
Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Sudjono

C4C 002369

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 6 Desember 2005
Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Dosen Pembimbing I



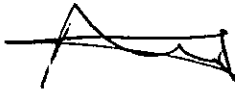
Dr. H.M. Chabachib, MSi. Akt.

Dosen Pembimbing II

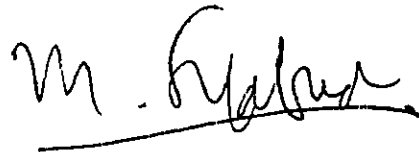


Dr. Jaka Isgivarta, SE. MSi. Akt

Anggota Tim Penguji



Drs. H. Rahardja, MSi. Akt.



Dr. M. Syafruddin, MSi. Akt.



Prof. Dr.H. Arifin Sabeni, M.Com.(Hons) .Akt

Semarang, 6 Desember 2005

Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana Magister Sains Akuntansi

Ketua Program

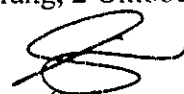


Prof. Nasir, MSi, Akt.

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini, menyatakan bahwa tesis yang berjudul “Analisis Kebijakan Sumber Pendanaan Dengan Pendekatan Pecking Order “ yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri, tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi atau karya yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka. Karya ini adalah benar-benar milik saya dan pertanggung jawaban sepenuhnya berada di pundak saya.

Semarang, 2 Oktober 2005



Sudjono

Tesis ini kupersembahkan untuk :

**Kedua orang tua yang sangat kuhormati,
Istriku tercinta Sri Maryuni dan
anak-anak yang kusayangi Gigin dan Zilda**

Motto :

Hiduplah bagaikan air :

Sebagai sumber kehidupan, keberadaannya sangat dibutuhkan.

Dapat beradaptasi dan berkarya dimanapun berada.

Dapat merekatkan sifat keras beberapa elemen, menjadi persatuan yang kokoh.

Dapat melunakkan sifat keras dalam kesejukan.

Namun jangan melawan derasnya arus air, tetapi juga jangan sampai terbawa arus.

ABSTRAKSI

Dewasa ini banyak kasus perusahaan yang menyelewengkan sumber dana dari masyarakat. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kebijakan sumber pendanaan dengan pendekatan pecking order sehubungan dengan kebijakan capital expenditure. Prinsip pecking order merekomendasikan, bahwa pendanaan untuk capital expenditure seharusnya memprioritaskan sumber dana dari laba ditahan. Oleh karenanya dikaitkan dengan earning power.

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan-perusahaan non keuangan go public yang listing di BEJ pada periode 2000-2003. Sampel terpilih 81 perusahaan dari 235 perusahaan yang memenuhi persyaratan untuk dianalisis. Penentuan sample menggunakan metode purposive random sampling, dengan ketentuan minimal dalam satu periode telah melakukan capital expenditure dan sebagian sahamnya dimiliki oleh manajer.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa earning power berpengaruh terhadap penentuan sumber pendanaan. Akan tetapi sebagian besar perusahaan tidak menerapkan kebijakan pecking order. Pelaksanaan capital expenditure pada saat earning power rendah menyebabkan dividen rendah, bahkan sebagian perusahaan tidak mampu melanjutkan operasi karena perolehan labanya tidak cukup untuk menutup biaya modalnya. Kebijakan tersebut tidak dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham oleh manajerial karena rendahnya proporsi kepemilikan mereka dan selama periode penelitian tidak menunjukkan penambahan yang signifikan.

Kata kunci : Sumber pendanaan jangka panjang (laba ditahan, hutang jangka panjang dan saham biasa) , Earning power, Capital expenditure dan proporsi kepemilikan saham biasa oleh manajer.

ABSTRACTION

These days lot of company case deviating fund source from society. This research aim to know the policy of financing source with the approach of pecking order, referring to policy of capital expenditure. Principal of pecking order recommend, that financing for the capital of expenditure of priority of fund source ought to front retained earning. Is for the reason related by earning power.

This research population is all companies of is go public non finance which listing in BEJ at periods 2000-2003. Chosen sample 81 companies from 235 companies fullfilling condition to be analyzed. Determination sample usses the method of purposive random sampling, with the minimum rule in one period have condcted the capital expenditure and some of its share is owned by manager.

Result of research indicate that the earning power have an effect on to determination of financing source, however most company do not apply the policy of pecking order. Execution of capital expendiure at the time of low earning power cause the low dividend, even some of company unable to continue the operation because its profit acquirement is insufficient to close the its capital expense. The policy is not influenced by proprtion ownership of share by managerial because lowering proportion of ownership of them and during research period do not show the addition which significant.

Keyword : Long term Financing Source (reatained earning, long term liabillities and common share), Earning Power, Capital Expenditure and prortion of ownership of common share by manager)

KATA PENGANTAR

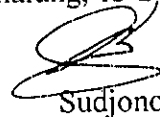
Puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Allah S.W.T. yang telah melimpahkan segala rahmat dan hidayahNya, sehingga tesis ini dapat terselesaikan. Penyusunan tesis ini tidak mungkin terlaksana tanpa bantuan dan sumbangan pemikiran dari berbagai pihak, maka pada kesemoatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Dr. H. Muhammad Nasir, MSi. Akt. Selaku ketua program studi Magister Sains Akuntansi UNDIP, beserta seluruh jajaran pengelola program atas kesempatan dan kerjasama yang diberikan selama penulis menempuh pendidikan.
2. Bapak Dr. H.Chabachib, MSi.Akt. dan Dr. Jaka Isgiyarta, MSi,.SE. Akt. selaku dosen pembimbing yang telah tulus meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan selama proses penulisan tesis ini.
3. Tim penguji tesis : Prof. Dr. H. Arifin Sabeni, Mcom.(Hons), Akt; Drs. H.Rahardja, MSi, Akt; Dr.H.M. Syafruddin , MSi, Akt. dan . yang telah banyak memberikan saran untuk kesempurnaan tesis ini.
4. Seluruh Bapak dan Ibu dosen pada program Magister Sains Akuntansi, atas ilmu yang tak ternilai harganya.
5. Dekan Fakultas Ekonomi Unsoed Bapak Dr. Nurul Anwar, MS. Dan Drs. Gatot Suprihanto, MM. yang telah memberikan dorongan semangat untuk menyelesaikan studi.
6. Bapak Prof. Drs. H. Showam Masjhuri, SU yang telah memberikan pengarahan, nasehat dan dorongan semangat untuk menyelesaikan studi.
7. Bapak Drs. Bambang Agus Pramuka, M Acc. PhD. Akt.; Bapak Drs. Rasyid Mei Mustafa, MM. Akt. dan Bapak Drs. Jaryono, MSiE. yang telah banyak memberikan bimbingan, dukungan moril dan dorongan semangat belajar.

8. Teman-teman di program studi Magiister Sain Akuntansi UNDIP khususnya angkatan VIII, yang telah banyak memberikan sumbangsih, dan dukungan semangat untuk menyelesaikan studi
9. Seluruh Staff admisi program studi Magister Sains Akuntansi Universitas Diponegoro, yang telah banyak membantu memperlancar studi.
10. Isteriku tercinta Sri Maryuni dan anak-anaku tersayang Maginta Sari dan Azilda Elma yang telah banyak memberikan dukungan moril dan materiil, semangat, perhatian dan pengorbanan sehingga penulis dapat menyelesaikan studi.

Semoga Allah SWT senantiasa memberikan rahmat, taufik dan hidayahNya kepada semua pihak yang telah membantu dalam penulisan tesis ini. Mudah-mudahan tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkannya.

Semarang, 13 Desember 2005



Sudjono

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Pernyataan	iii
Halaman Persembahan	iv
ABSTARKSI	v
ABSTRAC	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR GAMBAR	viii
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR LAMPIRAN	x

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	10
1.4. Manfaat Penelitian	11

BAB II TELAAH TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Teori Pecking Order	12
2.2. Hubungan Kesehatan Perusahaan dengan Pecking Order	13
2.3. Hubungan Earning Power Perusahaan dengan Pecking Order	19
2.4. Faktor-faktor Yang mempengaruhi Laba ditahan	22
2.5. Manajerial Hipotesis	24
2.6. Hubungan KPSM Dengan Sumber Pendanaan	26
2.7. Peneltian Terdahulu	30
2.8. Rekap hasil Peneltian Terdahulu	33
2.9. Kerangka Pemikiran Teoritis	35
2.10. Hipotesis	36

	Halaman
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data	36
3.2. Populasi dan sample	36
3.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian	37
3.4. Analisis data	39
3.5. Analisis Bivariat	41
BAB IV HASIL PENELITIAN	
4.1. Gambaran Umum	45
4.2. Deskripsi Variabel Penelitian	46
4.3. Uji Asumsi Klasik	53
4.4. Pengujian Hipotesis	56
4.5. Pembahasan	61
BAB V PENUTUP	
5.1. Kesimpulan	81
5.2. Keterbatasan	82
5.3. Implikasi	83
5.4. Saran Untuk Penelitian Mendatang	83

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR TABEL

No	Tabel	Judul Tabel :	
1	4.1	Daftar Jenis Usaha Populasi.	45
2	4.2	Daftar Jenis Usaha Sampel.	46
3	4.3	Deskripsi Kategori Struktur Sumber Pendanaan	48
4	4.4	Deskripsi Frekuensi Struktur Sumber Pendanaan	48
5	4.5	Deskripsi Staitistik Sumber Pendanaan.....	49
6	4.6	Deskripsi Staitistik Caital Expenditure.....	50
7	4.7	Deskripsi Statistik Kategori Earning Power.....	51
8	4.8	Deskripsi Statistik Earning Power.....	52
9	4.9	Deskripsi Statistik PKSM.....	53
10	4.10	Korelasi & Kolinearitas Capex-ReE,LtD,CS & PKSM	54
11	4.11	Koefisien Korelasi Capex-EP.....	54
12	4.12	Koefisien Korelasi Capex-PKSM.....	55
13	4.13	Regresi Kategori Struktur Sumber Pendanaan -EP	55
14	4.14	Koefisien Korelasi Ktgr SD- EP.....	55
15	4.15.	Pengaruh Earning Power (EP) terhadap Komponen Sumber Dana	58
16	4.16	Signifikansi Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham Manajer - Capital Expenditur	60
17	4.17	Koefisien Regresi ReE,LtD,CS,PKSM,EP-Capex.....	62
18	4.18	Koefisien Regresi EP-Komponen Sumber Dana.....	65
19	4.19	Regresi kategori SD-kategori EP.....	67
20	4.20	Crosstabs kategori SD-kategori EP (2001-2003).....	70
21	4.21	Crosstabs kategori struktur modal-kategori EP (2001)	74
22	4.22	Crosstabs kategori struktur modal-kategori EP (2002)	75
23	4.23	Crosstabs kategori struktur modal-kategori EP (2003)	76
24	4.24	Test Anova Kategori SD - Kategori EP (2001-2003)	77

DAFTAR LAMPIRAN

No	Lampiran	Keterangan :
1	A-01	Data tahun 2001
2	A-02	Data tahun 2002
3	A-03	Data tahun 2003
4	A-04	Data tahun 2001-2003
5	B-01	Regresi Capex- ReE,LtD,CS,EP, PKSM (2001-2003)
6	B-02	Regresi Capex- ReE,LtD,CS (2001-2003)
7	B-03	Regresi Capex- EP (2001-2003)
8	B-04	Regresi Capex- PKSM (2001-2003)
9	B-05	Regresi EP-ReE,LtD,CS (2001-2003)
10	B-06	Regresi Kategori SD- Kategori EP (2001-2003)
11	B-07	Crosstabs Kategori SD- Kategori EP (2001-2003)
12	B-08	Anova Kategori SD- Kategori EP (2001-2003)
13	B-09	Descriptives ReE,LtD dan CS (2001-2003)
14	B-10	Descriptives Capex (2001-2003)
15	B-11	Descriptives EP (2001-2003)
16	B-12	Descriptives PKSM (2001-2003)
17	C-01.1	Regresi Capex- ReE,LtD,CS,EP, PKSM (2001)
18	C-02.1	Regresi Capex- ReE,LtD,CS (2001)
19	C-03.1	Regresi Capex- EP (2001)
20	C-04.1	Regresi Capex- PKSM (2001)
21	C-05.1	Regresi EP-ReE,LtD,CS (2001)
22	C-06.1	Regresi Kategori SD- Kategori EP (2001)
23	C-07.1	Crosstabs Kategori SD- Kategori EP (2001)
24	C-08.1	Anova Kategori SD- Kategori EP (2001)
25	C-09.1	Descriptives ReE,LtD dan CS (2001)
26	C-10.1	Descriptives Capex (2001)
27	C-11.1	Descriptives EP (2001)
28	C-12.1	Descriptives PKSM (2001)
29	C-01.2	Regresi Capex- ReE,LtD,CS,EP, PKSM (2002)
30	C-02.2	Regresi Capex- ReE,LtD,CS (2002)
31	C-03.2	Regresi Capex- EP (2002)
32	C-04.2	Regresi Capex- PKSM (2002)
33	C-05.2	Regresi EP-ReE,LtD,CS (2002)
34	C-06.2	Regresi Kategori SD- Kategori EP (2002)
35	C-07.2	Crosstabs Kategori SD- Kategori EP (2002)
36	C-08.2	Anova Kategori SD- Kategori EP (2002)
37	C-09.2	Descriptives ReE,LtD dan CS (2002)
38	C-10.2	Descriptives Capex (2002)
39	C-11.2	Descriptives EP (2002)
40	C-12.2	Descriptives PKSM (2002)

41	C-01.3	Regresi Capex- ReE,LtD,CS,EP, PKSM (2003)
42	C-02.3	Regresi Capex- ReE,LtD,CS (2003)
43	C-03.3	Regresi Capex- EP (2003)
44	C-04.3	Regresi Capex- PKSM (2003)
45	C-05.3	Regresi EP-ReE,LtD,CS (2003)
46	C-06.3	Regresi Kategori SD- Kategori EP (2003)
47	C-07.3	Crosstabs Kategori SD- Kategori EP (2003)
48	C-08.3	Anova Kategori SD- Kategori EP (2003)
49	C-09.3	Descriptives ReE,LtD dan CS (2003)
50	C-10.3	Descriptives Capex (2003)
51	C-11.3	Descriptives EP (2003)
52	C-12.3	Descriptives PKSM (2003)

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Satu hal yang dikendaki oleh semua orang yang berkompeten dalam perusahaan, adalah agar perusahaan yang bersangkutan senantiasa berkembang sehingga berdampak mampu memberikan kesejahteraan bagi mereka. Pemilik perusahaan berharap agar menerima dividen lebih memadai, manajer berharap kompensasi atas keberadaannya lebih dihargai yang tercermin pada gaji dan bonus yang diinginkan, karyawan berharap agar ketergantungan masa depannya dapat terjamin, dan pemerintah berharap dapat menyerap pajak yang lebih besar disamping produk perusahaan berdampak positif untuk kepentingan masyarakat banyak.

Harapan tersebut dapat terwujud manakala perusahaan yang bersangkutan dalam perkembangannya (baik fisik maupun kualitas) operasionalnya dapat memberikan *profit margin* dan *assets turn over* yang memadai. Manajer sebagai orang yang paling bertanggung jawab atas keberhasilan perusahaan sudah semestinya memperhatikan kepentingan pemilik perusahaan. Pemilik perusahaan berharap naluri profesionalisme manajer agar terpacu terus untuk selalu berusaha mengoptimalkan semua sumber daya yang dimiliki, termasuk diantaranya mengoptimalkan struktur modal. Belum optimalnya struktur modal menyebabkan laba per saham yang diperoleh tidak optimal. (Suad Husnan, 2001)

Seiring dengan dinamika perkembangan perusahaan, struktur modal senantiasa berubah-ubah. Sebab perkembangan perusahaan itu sendiri berarti berarti membutuhkan penambahan dana yang mungkin dapat dipenuhi dari berbagai sumber, baik dari intern (laba ditahan) maupun ekstern (Hutang maupun menambah saham baru). Aliran kas internal (*internal cash Flow*) secara empirik merupakan salah satu faktor penentu kebutuhan sumber dana (Sartono, 2000). Perusahaan yang operasionalnya mampu memberikan profit margin yang tinggi dan perputaran aktiva yang cepat, tapi apabila tidak diimbangi tersedianya kas yang memadai untuk mencukupi kebutuhan operasionalnya, maka lambat laun perusahaan akan mengalami kesulitan (Bambang Riyanto, 2001)

Dua teori yang memberikan penjelasan tentang sumber kebutuhan dana yang berkaitan dengan pengaruh aliran kas internal adalah *Pecking order* dan *Leverage*. *Pecking order theory* yang pertama kali dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961 menjadi acuan mengenai keputusan sumber dana perusahaan. Inti teori ini berpijak bahwa pengembangan usaha didasarkan atas kemampuan perusahaan itu sendiri. Oleh karena itu pemenuhan kebutuhan dana untuk pengembangan usahanya sebaiknya prioritas dipenuhi dari laba ditahan, sebagai refleksi kemampuan internalnya. Apabila laba ditahan tidak cukup tersedia, maka kebutuhan dana dapat dipenuhi dari hutang. Hal ini sinkron dengan teori leverage, bahwa perusahaan yang mengembangkan usahanya harus didasari atas dasar stabilitas kemampuan earning power (EP) yang telah dicapai. Apabila prestasi EP periodik sebelumnya lebih besar dari tingkat bunga, maka apabila dana internalnya tidak mencukupi sebaiknya menggunakan hutang. Dengan demikian

selisih earning power atas tingkat bunga modal, mampu mendorong laba per sahamnya (Bambang Riyanto, 1995).

Demikian juga hasil penelitian (Myers & Majluf, 1984), bahwa: manajer dalam hal membuat keputusan pemenuhan kebutuhan modalnya akan memprioritaskan dari sumber intern perusahaan atas dasar aliran kas internal (internal cash flow) dengan maksud untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Hal tersebut diatas selaras dengan pernyataan (Brigham Gapensi, 1996), bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan atau para pemegang saham. Apabila perusahaan ingin mengembangkan usahanya seharusnya bukan hanya sekedar untuk meningkatkan nilai perusahaan tapi juga untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik dan semua karyawan perusahaan.

Beberapa dasar alasan diterapkannya *pecking order hypotheses* sehubungan dengan Capital Expenditure yang bersumber dana eksternal (penjualan saham baru.). Pertama adanya *information asimetris* antara manajer tersebut dengan calon pemegang saham potensial. Kedua : adanya *equity agency conflict* antara manajemen dengan pemegang saham, terutama jika perusahaan memiliki *excess cash flows* (Jensen, 1986). Sebagai contoh riil yang menghebohkan dunia bisnis di Indonesia adalah kasus PT Q-Sar di Jawa barat, PT Amalillah di Brebes dan akhir tahun 2004 PT Invest Indo di Purbalingga. Mereka (jajaran manajer) secara agresif menawarkan investasi kepada calon investor dengan iming-iming dividen yang lebih tinggi dari pada bunga deposito bahkan bila dibandingkan dengan investasi yang lainnya. Sehingga dalam kurun waktu relatif singkat, jajaran manajer mampu mengeruk milyaran rupiah dari para investor

baru. Nyatanya setelah jatuh tempo tidak mampu menepati janji, bahkan dengan mudahnya mereka berkelit menyatakan usaha yang telah dirintis telah pailit.

Dalam kebijakan Pecking Order dan teori leverage ada dua prinsip yang harus dipenuhi apabila perusahaan ingin mengembangkan usaha yaitu: tingkat earning power (EP) yang melebihi tingkat bunga modal dan prioritas pendanaan bersumber internal. Sedangkan menurut *managerial hypotheses*, kondisi dimana kebijakan capital expenditure tidak berdasarkan pada kemampuan earning power masa lalu dan pemenuhan dana bersumber dari eksternal.

Ada dua kemungkinan mengapa perusahaan (manajer) melakukan capital expenditure, walaupun EP nya rendah dengan sumber pendanaan eksternal (*managerial hypothesis*). Pertama bahwa seorang manajer melakukan ekspansi (capital expenditure), karena mereka punya keyakinan dan argumentasi kuat, bahwa efek capital expenditure akan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Argumentasi ini apabila didasarkan fakta, bahwa rendahnya earning power dikarenakan inefisiensi akibat skala produksi yang rendah/sebagian faktor produksi telah usang, sehingga membutuhkan tambahan investasi/ investasi baru. Sedangkan pandangan negatif, akibat adanya *information asymetris* yang akan berdampak negatif terhadap investor baru. Manajer menyadari bahwa perusahaan dalam kondisi kolaps (mengarah kepada kebangkrutan) sehingga ada niat manajer (terutama yang memiliki saham dan menguasai perusahaan) ingin mengalihkan beban kepada investor baru. Bahkan ada beberapa perusahaan yang operasinya kurang jelas (fiktif), tetapi secara aktif memburu investor baru tapi tidak

beberapa lama dinyatakan bangkrut, seperti kasus PT Qisar di Jabar, PT Invest Indo di Purbalingga Jateng, PT Amalilah di Brebes, Jateng dll.

Argumentasi teori pecking order untuk memprioritaskan dana internal (laba ditahan) sebagai sumber kebutuhan dana merupakan isyarat bahwa perusahaan yang bersangkutan harus sehat (rentabel). Akan tetapi untuk memutuskan kebijakan agar sebagian labanya diinvestasikan kembali tidaklah mudah. Sebab kebanyakan pemilik perusahaan menginginkan setiap periodiknya mendapat dividen yang besar. Oleh karena itu kebijakan pecking order memungkinkan terealisasi apabila perusahaan yang bersangkutan setiap periodiknya mampu mendapatkan laba per sahamnya besar.

Penerapan kebijakan Dividen Payout Ratio yang stabil, semakin besar laba persaham yang diperoleh, semakin besar pula dividen yang dibayarkan. Pada kondisi demikian, para pemilik perusahaan merasa jatah dividen tidak berkurang meskipun sebagian labanya diinvestasikan kembali.

Minimnya dana merupakan kendala dalam meningkatkan *profit margin*, untuk mendongkrak omzet penjualan yang lebih besar. Sumber dana internal, yaitu sebagian dari laba periodik yang diinvestasikan kembali untuk memenuhi kebutuhan ekspansi merupakan sumber dana yang sehat disamping aman. Namun konsekuensi kebijakan tersebut untuk sementara waktu memerlukan pengorbanan dividen payout rasionya, walau harapan dimasa yang akan datang berdampak meningkatkan dividen.

Pada kondisi dimana perusahaan membutuhkan investasi yang lebih besar dari pada tersedianya tambahan dana intern, *pecking order theory* mempreferensikan alternatif sumber dana yaitu hutang. Sumber dana dari hutang mempunyai konsekuensi

tambahan biaya modal berupa bunga atas hutang baru (Baskin, 1989)

Atas dasar fakta di atas (kasus PT Q-Sar, PT Amalillah , PT Invest Indo dan lain-lain yang jumlahnya tak terhitung), dalam kebijakan ekspansinya didanai dari sumber penjualan saham baru, hingga masing-masing telah meraup milyaran rupiah dengan menjajikan dividen yang menggiurkan, namun belum sempat memberikan dividen sudah dinyatakan pailit. Sehingga peneliti tertarik apakah perusahaan-perusahaan yang secara resmi terdaftar di bursa efek (BEJ), dalam hal pendanaan investasi berkiblat pada kebijakan *pecking order hipotesis* ataukah *manajerial hipotesis*.

Dalam hal ini peneliti ingin mengembangkan hasil penelitian sebelumnya, dengan mengkaitkan ketiga grand teori yaitu : *pecking order theory* , *leverage theory* dan *agency theory* (khususnya *managerial hypotheses* yang berkaitan dengan *insider ownership*)

Dalam Indonesian Capital Market Directory (ICMD), bahwa perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya menunjukkan inkonsisten. Sebagian kecil (28.68%) menunjukkan adanya kebijakan *pecking order* (Capital expenditur pada saat earning power tinggi dengan sumber dana internal), namun banyak ditemukan (71,32%) adanya *manajerial hipotesis* (Capital expenditur pada saat earning power rendah dengan sumber dana eksternal)

Berdasarkan paparan di atas maka peneliti ingin menindak lanjuti dan mengembangkan penelitian yang telah dilakukan oleh Agus Sartono (2001) tentang pengaruh kepemilikan manajer dengan pembelanjaan modal (capital expenditure); Wahidahwati (2001), tentang Kepemilikan saham oleh manajerial dengan kebijakan

hutang; Amiruddin Umar (2002) tentang Hubungan keputusan pendanaan dan struktur kepemilikan saham.

Dengan rangkuman ketiga penelitian tersebut diatas, maka dapat dibuat judul : Analisis Kebijakan Keputusan Sumber Pendanaan dengan Pendekatan : Pecking Order Hypotheses. Kontribusi penelitian ini disamping untuk menguji konsistensi atas penelitian sebelumnya, juga menguji secara komprehensif signifikansi : *Pecking order hipotesis, Managerial hipotesis* dan *Leverage*.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan pemaparan latar belakang di atas, bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Salah satu indikator tingkat kemakmuran pemegang saham dapat dilihat laba per saham dan dividen payout ratio setiap periodiknya dan prospek kelangsungan hidup perusahaan dimasa yang akan datang yang lebih baik.

Upaya untuk mengoptimalkan laba per saham adalah mengkondisikan struktur modal yang berbasis pada pertimbangan sumber dana yang memberikan manfaat (profit) lebih besar daripada biaya modal sebagai konsekuensi atas kebutuhan dana yang bersangkutan (Bambang Riyanto, 2001)

Menurut *pecking order hipotesis* (Myers, 1984) urutan pendanaan sebagai berikut : pertama yang bersumber dari internal (laba ditahan), kedua bersumber dari hutang dan ketiga penerbitan ekuitas baru. Alasan memprioritaskan sumber dana internal karena disamping sehat juga relatif aman dalam berbagai kondisi ekonomi.

Konsekuensi sumber dana internal (laba ditahan) mempunyai dua kelemahan yang mendasar : pertama pada awalnya pengorbanan **dividend payout ratio rendah**. Hal ini merupakan tantangan bagi manajer untuk menyakinkan para pemilik (pemegang saham) bahwa kebijakan tersebut sifatnya sementara, sebagai upaya untuk pengembangan perusahaan dalam rangka kesejahteraan dimasa yang akan datang. Kedua : jumlah laba ditahan sering jumlahnya kurang memadai dibanding dengan kebutuhan tambahan investasi.

Kedua masalah tersebut mengakibatkan kebutuhan dana bersumber pada hutang atau dengan penerbitan ekuitas baru. Teori struktur modal (Suad Husnan, 2001) mengisyaratkan bahwa apabila profit atas tambahan modal tersebut lebih besar daibanding dengan biaya modalnya, sebaiknya pemenuhan dana bersumber pada hutang, karena selisih profit dengan biaya modalnya merupakan tambahan earning bagi pemegang saham sehingga akan meningkatkan laba persaham. Dengan demikian kedua urutan prioritas pemenuhan sumber dana (Laba ditahan dan Hutang) hanya dapat dilakukan oleh perusahaan yang tergolong sehat (mampu mendapatkan profitabilitas /Return on Assets, setiap periodiknya yang tinggi dibanding biaya modal sebagai konsekuensi pemenuhan kebutuhan dana)

Lebih lanjut *pecking order theory*, mengisyaratkan prioritas kedua setelah laba ditahan, sumber dana sebaiknya dari hutang. Karena sumber dana dari hutang dipandang lebih menguntungkan daripada penerbitan ekuitas baru (Myers, 1984).

Miller dan Rock (1985) mengasumsikan bahwa manajer lebih mengetahui arus kas perusahaan masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham. Namun tidak ada

informasi asimetri mengenai tingkat investasi yang ditanamkan maupun nilai aktiva perusahaan yang terkait dengan arus kas sekarang. Model mereka berdasarkan karakteristik arus kas perusahaan yang menyebutkan bahwa sumber kas harus setara dengan sumber dana. Dengan demikian, pengumuman penjualan sekuritas baru harus sesuai dengan (1) peningkatan pengeluaran investasi baru, (2) pengurangan pada beberapa kewajiban (penghapusan hutang atau pembelian kembali saham), (3) peningkatan dividen, atau (4) pengurangan arus kas bersih yang diharapkan dari kegiatan operasi.

Pembelanjaan modal (capital expenditur) dikatakan rasional apabila dimaksudkan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan berdampak positif, minimal pada peningkatan kesejahteraan pemilik dan semua karyawan. Oleh karena itu dalam teori pecking order bertolak pada prinsip : bahwa perusahaan yang melakukan ekspansi syarat mutlak yang harus dipenuhi adalah rentabel ($\text{Earning Power (EP)} > \text{biaya modalnya}$) dan setelah ekspansi seharusnya lebih rentabel.

Masalahnya mendahulukan kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan orang lain (self-interested behavior) merupakan salah satu sifat dasar yang dimiliki manusia. Kenyataannya beberapa peneliti mengungkapkan bahwa motivasi pembelanjaan modal (capital expenditur) dilatar belakangi atas kepentingan pribadi dalam hal ini adalah para manajer (Wahidahwati, 2001; Sartono, 2001 ; Wibowo dan Ekaningrum, 2002).

Oleh karena itu peneliti disamping ingin menguji konsistensi atas penelitian sebelumnya, juga ingin menguji peran manajer dalam hal pembelanjaan dana (capital expenditure) dan pemenuhan kebutuhan dana. Apakah kebijakan mereka berdasarkan

Earning Power (EP) sebagai landasan *kebijakan pecking order* ataukah atas dasar intuisi (kepentingan pribadi) . Dengan demikian dapat dirumuskan masalah sebagai berikut :

1. Apakah Tingkat Earning Power berpengaruh signifikan terhadap kebijakan **penentuan sumber pendanaan sesuai prinsip pecking order** dalam rangka capital expenditure.
2. Apakah **kepemilikan saham** oleh manajer **berpengaruh signifikan** terhadap keputusan **sumber pendanaan eksternal** dalam rangka capital expenditure (Capex) .

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.

1.3.1. Tujuan Penelitian

Penelitian tentang pecking order, telah dilakukan oleh banyak peneliti, antara lain : Griner dan Gordon (1995); Bambang Hartadi (2000); Sartono (2001) dan Wibowo & Ekaningrum (2002). Tujuan penelitian ini untuk :

1. Untuk menganalisis pengaruh earning power terhadap penentuan sumber pendanaan prinsip pecking order dalam rangka kebijakan capital expenditure
2. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan saham oleh manajer berpengaruh terhadap penentuan sumber pendanaan eksternal dalam rangka Capital Expenditure (Capex)

1.3.2. Manfaat Penelitian

- 1) Untuk menambah wawasan sebagai bahan pendidikan dibidang akuntansi manajemen, dengan mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi

kebijakan manajer dalam hal keputusan sumber pendanaan dalam rangka *capital expenditure* melalui pendekatan pecking order hypotheses.

- 2) Untuk mengaplikasikan akuntansi manajemen khususnya dalam hal menentukan sumber kebutuhan dana untuk pengembangan usaha yang sehat dan fair dalam rangka kepentingan kesejahteraan maslahat semua pihak yang berkopenten untuk jangka waktu panjang .
- 3) Untuk menentukan sumber kebutuhan dana yang tepat agar kelangsungan hidup perusahaan dapat berkembang sehat, sehingga dapat menjamin kesejahteraan semua pihak yang berkepentingan sesuai yang diharapkan.

BAB II

TELAAH TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang menjadi acuan mengenai keputusan sumber dana perusahaan. Teori ini pertama kali dikemukakan oleh *Donaldson* pada tahun 1961, inti teori ini menganjurkan bahwa perusahaan dalam memenuhi pendanaan untuk kebutuhan pengembangan usahanya sebaiknya dengan urutan sebagai berikut :

1). Sumber pendanaan dari internal, yaitu laba ditahan yang diinvestasikan kembali. Alasan yang mendasar sumber dana internal dipandang paling sehat disamping aman karena tidak mudah terimbas kondisi ekonomi yang berfluktuasi .

Laba ditahan yang digunakan secara efektif untuk pendanaan operasional usaha merupakan bukti nyata bahwa perusahaan mampu memberikan kontribusi sebagian labanya untuk perkembangan perusahaan. Semakin besar jumlah laba ditahan disamping memberikan deviden yang layak, mencerminkan perusahaan yang bersangkutan semakin sehat. Oleh karena itu perusahaan seharusnya :

- a). Mentargetkan pembayaran dividennya menyesuaikan terhadap peluang investasi
- b) Kebijakan dividen bersifat sticky, terutama bagi perusahaan yang earning power (EP)nya tinggi.

Kebijakan dividen yang stabil disamping memberikan rasa nyaman kepastian dividen dimasa yang akan datang kepada pemegang saham juga dapat mengurangi dampak fluktuasi profitabilitas yang berdampak pada aliran kas internal untuk kebutuhan investasi.

2) Bila dana eksternal memang benar-benar dibutuhkan, sebaiknya perusahaan menggunakan sumber dana dari hutang. Karena selisih profitabilitas atas bunga modal sebagai konsekuensi kebutuhan tambahan dana, merupakan klaim (tambahan pendapatan) bagi pemegang saham.

3) Apabila point 1) dan 2) diatas tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan dana, maka penerbitan saham baru dilakukan sebagai alternatif terakhir.

Kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yang berdasarkan pada *Pecking order theory* diisyaratkan oleh Myers (1984) . Alasannya agar semua perusahaan yang berniat untuk mengembangkan usahanya, berpedoman atas kemampuan mengelola assetnya secara efisien agar setelah ekspansi lebih efisien. Penyisihan laba periodik yang digunakan secara optimal, dalam rangka untuk pengembangan usahanya merupakan suatu bukti bahwa perusahaan bertumpu pada kekuatannya sendiri. Namun hasil penelitian Baskin(1989) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dalam prakteknya memberikan signal penyimpangan dari yang seharusnya, seperti yang disarankan *pecking order theory*. Mereka berdalih bahwa kebijakan berdasarkan pecking order membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar (untuk meningkatkan modal sendiri melalui penjualan saham baru).

Prinsip dasar *pecking order*, berkaitan dengan penjualan saham baru atas pertimbangan untuk menghindari praktek tidak sehat yang berdampak merugikan pada pemegang saham baru. Seperti yang telah dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) bahwa dengan adanya asimetri informasi, maka investor cenderung akan menginterpretasikan sebagai isyarat buruk, manakala perusahaan mendanai kebutuhan investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Apabila perusahaan sehat dan

kokoh dalam jangka panjang, tidak masalah. Asalkan perusahaan dalam hal ini manajer bertanggung jawab memenuhi harapan pemilik saham untuk lebih meningkatkan kesejahteraan. Namun dalam praktek sering terjadi penyimpangan, walaupun perusahaan tidak atau kurang mampu menghasilkan laba tetap saja berekspansi tanpa alasan yang jelas. Ujung-ujungnya manakala sudah mengeruk dana dari para investor baru, mereka beralih bahwa perusahaan mengalami kerugian. Dalam hal ini sudah pasti investor (pemegang saham)lah yang paling kena imbasnya, karena dana mereka ludes untuk menutupi kebangkrutan perusahaan yang bisa jadi bukan alasan ekonomis tapi semata-mata ulah segelintir manajer yang bercokol dan menguasai kebijakan perusahaan untuk kepentingan sendiri.

Laba adalah hak milik bagi pemegang saham, sehingga apabila harus diinvestasikan kembali perlu memperhatikan hak atas laba yang diperolehnya sebagai penyetaraan dividen laba ditahan. Ketidak wajaran ini terkait kebijakan perusahaan yang mengharuskan menyisihkan kembali sebagian labanya untuk reinvestasi tapi tanpa ada kenaikan deviden secara proposional dari ekuivalen investasi baik dalam bentuk saham maupun laba ditahan. Seperti dalam usulan no. 2 b) diatas sebaiknya kebijakan dividen yang stabil dan proposional atas nilai investasi, jangan stabil absolut atas jumlah rupiah yang tetap.

Investor beranggapan bahwa kemungkinan perusahaan penerbitan ekuitas baru (yang mestinya sebagai alternatif terakhir), mempunyai potensi overstatement terhadap aktiva dengan maksud agar saham dapat terjual dipasaran dengan harga yang lebih tinggi dari yang seharusnya. Manakala perusahaan akan mendanai investasinya, akan meranking kemungkinan resiko yang dapat terjadi. Resiko penurunan harga saham dapat terjadi manakala perusahaan mengumumkan

penerbitan ekuitas-ekuitas baru. Harris dan Raviv (1991), Baskin (1989) dan Myers (1984). Sekuritas yang nilai pasarnya tidak terlalu rendah dapat mengatasi permasalahan tersebut. Dengan demikian, Bayless dan Diltz (1994) mengemukakan bahwa *Pecking order theory* cenderung memilih *internal fund*. Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984), mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung dalam mengatasi kebutuhan dana untuk investasinya lebih mengutamakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external finance*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Baskin (1989) mengemukakan bahwa asimetris informasi selain akan menghambat kemampuan perusahaan dalam menaikkan dana melalui penerbitan saham baru, juga akan menciptakan elastisitas permintaan yang tidak sempurna dari dana ekuitas dengan membatasi akses terhadap *retained earning*.

Ada beberapa alasan yang menyebabkan biaya langsung dari *retained earning* (ReE) akan lebih kecil dari penerbitan ekuitas baru. Alasan pertama adalah terdapatnya penghematan yang cukup besar dalam *bankers fees*, tidak ada biaya modal atas jasa administrasi proses pencairan dana hutang. Alasan yang kedua perusahaan dapat menekan dividen yang dapat dikenakan pajak pada saat ini dengan membatasi penerbitan sekuritas. Dalam hal ini dengan menetapkan jumlah hutang dan investasi tetap konstan, kenaikan dalam penerbitan ekuitas akan selalu mengarahkan pada dividen yang lebih besar. Dividen yang lebih besar selanjutnya akan menambah beban pajak pribadi. Oleh karena itu akan cukup beralasan apabila perusahaan berusaha untuk menekan penerbitan ekuitas baru. Seperti yang telah dikemukakan oleh Myers (1984) dan Baskin (1989) bahwa munculnya kebijakan

pecking order, bukan hanya disebabkan oleh adanya asimetri informasi, tetapi juga atas pertimbangan adanya pajak dan biaya transaksi.

Bagi perusahaan yang mempunyai potensi Earning Power (EP) semestinya dalam memilih sumber dana atas dasar cost of capital sebagai konsekuensinya. Apakah earning powernya lebih tinggi dari pada bunga modal pinjaman (hutang/obligasi). Tentunya manakala earning powernya semakin besar dibandingkan cost of captalnya, maka dengan memilih hutang sebagai sumber dana adalah rasional, dengan catatan sebagai tambahan atas kekurangan dana dari laba ditahan. Sebaliknya apabila perusahaan menerbitkan ekuitas (saham biasa) baru maka para pemilik saham biasa (investor)pun akan menuntut dividen yang sama seperti pemegang saham biasa yang lama.

Penggunaan dana yang bersumber dari hutang yang berbeban bunga disamping berdampak menguntungkan juga dapat berdampak merugikan bagi perusahaan. Keuntungannya (1) Biaya hutang mengurangi penghasilan kena pajak karena pajak yang dikenakan atas dasar laba setelah dikurangi bunga atas hutangnya, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah, (2) Debt holder hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim milik perusahaan, bilamana ada kelebihan profit atas beban bunga tetap, maka kelebihan tersebut dapat meningkatkan laba per sahamnya (3) Debt holder tidak punya hak suara dibanding ekuitas. Hasil penelitian Brigham (1999) bahwa pemegang saham dapat leluasa mengendalikan perusahaan dengan biaya modal yang lebih kecil, karena debt holder tidak memiliki hak suara sehingga. Sebaliknya kerugian penggunaan hutang dapat terjadi manakala profit yang diperoleh atas tambahan hutang tersebut tidak cukup untuk menutupi bunga atas hutang yang

bersangkutan. Selisih tersebut justru akan berimbas pada pengurangan laba persaham dibanding sebelum pendanaan dari hutang..

Biaya langsung dari pendanaan ekuitas baru mungkin akan cukup besar apabila dibandingkan dengan menggunakan hutang. Sebagai tambahan, penerbitan ekuitas baru akan memperlemah kontrol yang dapat membahayakan posisi pihak manajemen.

Perusahaan yang dalam pemenuhan kebutuhan dananya mengutamakan kebijakan pecking order akan nampak, pertama : idealnya manakala pertumbuhan aktiva untuk perkembangan usahanya tanpa disertai pertambahan hutang dan saham baru. Kedua : pada kondisi laba ditahan tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan laju pertumbuhan, kenaikan aktiva dalam neraca dibarengi pertambahan laba ditahan plus hutang. Paling tidak kebijakan pemenuhan kebutuhan dana didasarkan atas ranking (besaran) Laba ditahan, hutang dan saham baru.

2.2. Hubungan Efisiensi Operasional Perusahaan dengan Teori Pecking Order

Di atas telah disinggung bahwa kebijakan pecking order berkaitan erat dengan tingkat kesehatan perusahaan. Kesehatan perusahaan dimaksud adalah dalam kondisi normal keuangan perusahaan dapat menjamin kelancaran operasional dan kelangsungan hidup badan usaha serta tercapainya target perusahaan untuk mendapatkan laba optimal seperti yang diharapkan. Kriteria kesehatan perusahaan dapat dilihat dari rasio Likuiditas, Solvabilitas dan Rentabilitas Bambang Hartadi (2000).

Perusahaan dikatakan likuid apabila tersedianya aktiva lancar tercukupi untuk melaksanakan kewajiban operasional dan kewajiban atas hutang yang segera jatuh

tempo. Perusahaan yang solvabel adalah nilai aktiva yang dimiliki cukup sebagai jaminan pelunasan semua hutang-hutangnya (baik jangka pendek maupun jangka panjang) apabila suatu saat perusahaan dilikuidasi. Sedangkan rentabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba atas modal (Aktiva) yang dimiliki untuk kegiatan usahanya.

Dari ketiga aspek diatas yang paling relevan dengan kebijakan pecking order adalah rentabilitas ekonomis (earning power). Karena rentabilitas ekonomis atau earning power (EP) ini merupakan cerminan kemampuan perusahaan mendapatkan keuntungan atau laba optimal yang berbasis efisiensi sebagai mana yang disyaratkan dalam menerapkan kebijakan pecking order. Earning power merupakan sinyal layak tidaknya perusahaan melakukan ekspansi. Kemampuan untuk mendapatkan laba dengan cara efisien dimasa yang akan datang tercermin kemampuan dan pengalaman sebelumnya, dengan mempertimbangkan faktor-faktor fundamental lainnya yang berkaitan prospek dimasa yang akan datang.

Semakin tinggi earning power, semakin besar pula probabilitas kesempatan untuk menyisihkan sebagian laba untuk pengembangan usahanya. Seperti yang disarankan dalam kebijakan pecking order, bahwa sumber dana yang paling ideal untuk ekspansi (pengembangan usahanya) adalah laba ditahan. Karena sumber dana internal ini memiliki beberapa keunggulan antara lain : cost of capitalnya relatif rendah dibanding sumber dana lainnya, tidak terikat kewajiban dengan pihak ketiga, efek flutuasi ekonomi terhadap rentabilitas modal sendiri relatif stabil disamping mencerminkan kemampuan internalnya.

Agar laba yang diinginkan dapat terealisasi, usahakan tingkat likuiditas dapat terkendali. Sebab terjaminnya kelangsungan hidup perusahaan dimasa yang akan

datang dan besarnya sebagian laba yang disisihkan, tergantung pada kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba setiap periodiknya. Laba ditahan untuk reinvestasi merupakan manifestasi pengembangan usaha dengan mengandalkan kemandirian perusahaan

Akumulasi laba ditahan inilah yang diharapkan sebagai penopang utama pengembangan usaha sebagaimana diprioritaskan dalam teori pecking order. Dengan demikian kebijakan pecking order berpengaruh positif terhadap kesehatan perusahaan dalam upaya pemenuhan sumber dana. Karena sumber dana internal (laba ditahan) merupakan elemen struktur modal yang relatif mampu mengantisipasi fluktuasi kondisi ekonomi yang berimbas pada rentabilitas modal sendiri.

2.3. Hubungan Earning Power (EP) dan Pecking Order

Tujuan perusahaan (profit oriented) adalah untuk mendapatkan laba. Besarnya laba yang diperoleh pada periode tertentu merupakan salah satu indikator kinerja perusahaan. Besarnya laba juga merupakan isyarat atas kemampuan perusahaan yang bersangkutan dapat bersaing dengan kompetitornya. Kemampuan untuk mendapatkan laba sebagai isyarat perusahaan untuk mengembangkan diri. Earning Power (EP) adalah perbandingan antara laba (sebelum dibebani bunga hutang dan pajak) selama periode tertentu dan total aktiva yang digunakan dalam periode tertentu. (Bambang Riyanto, 2001). Dasar digunakannya Earning Power (EP), karena EP merupakan basis pengambilan keputusan untuk memilih sumber kebutuhan dana agar konsekuensi biaya modalnya rendah. Lebih lanjut Bambang Riyanto (2001) menjelaskan, apabila Earning Power lebih besar dibanding dengan tingkat bunga dana hutang, sebaiknya pemenuhan kebutuhan dana bersumber dari hutang.

karena selisih rentabilitas ekonomis (earning power) dengan bunga hutang yang bersangkutan merupakan klaim bagi pemilik saham.

Kaitan antara keputusan dividen dan keputusan mengenai debt dapat didasarkan dari hasil-hasil penelitian yang telah dilakukan. Baskin (1989) dan Adedeji (1998) dalam penelitiannya menemukan adanya pengaruh dividen yang negatif terhadap sumber dana internal

Perilaku pecking order dapat disebabkan oleh kebijakan dividen perusahaan yang akan mempengaruhi penggunaan retained earning. Jumlah dividen dimasa lalu akan mempengaruhi secara langsung pada pembayaran dividen pada saat ini melalui proses penyesuaian dengan interval tertentu. Para manajer dan shareholder akan mengharapkan pembayaran dividen, yang sebagian besar ditentukan melalui proses pertimbangan atas keuntungan yang telah diperoleh dimasa lalu. Jika pembayaran yang dilakukan sebelumnya besar, maka para manajer dan shareholder mungkin akan mengharapkan dividen yang lebih besar pula dimasa yang akan datang. Dividen yang besar dimasa lalu akan mendorong dilakukan peminjaman yang lebih besar. Perusahaan dengan dividen payout ratio yang tinggi akan menyebabkan laba ditahan kecil sehingga kebutuhan dana internal berkurang.

Pecking Order Theory, mengemukakan bahwa perusahaan akan mempergunakan debt apabila internal equity yang ada di dalam perusahaan tidak mencukupi mengatasi masalah kebutuhan dana. Masalah kebutuhan dana dalam jangka pendek, akan diatasi oleh perusahaan dengan melakukan peminjaman untuk membayar dividen. Namun, apabila kebutuhan dana berlangsung secara terus menerus, maka perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan menyesuaikan dividen payout ratio dengan earning yang baru.

Pembayaran dividend adalah bagian dari monitoring perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividend yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1994) menyatakan bahwa pembayaran dividend pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip monitoring *capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Hasil studi Moh'd et al (1998) dan Jensen, et al (1992) menyatakan bahwa *dividen paymen* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap pemenuhan sumber dana internal.

Earning Power (EP) merupakan perkalian *profit margin* (laba operasional dibanding penjualan bersih) dengan *assets turn over* (penjualan bersih dibanding total aktiva). Semakin besar EP yang dicapai semakin besar peluang untuk menyisihkan sebagian labanya untuk diinvestasikan kembali. Semakin besar EP semakin besar peluang untuk menyisihkan sebagian labnya untuk reinvestasi.

Dengan demikian apabila perusahaan menerapkan kebijakan Pecking Order berkaitan dengan efisiensi operasional (EP), secara matematis persamaan EP terhadap capexp dan sumber pendanaan, secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Capexp} = \beta_0 + \beta_1 (\text{EP})$$

Keputusan untuk menentukan perlunya Capex berkaitan efisiensi operasional (earning power).

$$\text{Capexp} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ReE}) + \beta_2 (\text{LtD}) + \beta_3 \text{CS}$$

Keputusan menentukan struktur (komposisi) sumber pendanaan

Pemenuhan sumber pendanaan berdasarkan pecking order apabila :

$\beta_1 > \beta_2 > \beta_3$ dan β_1 menunjukkan signifikan terhadap capital expenditure.

Oleh karena earning Power sifatnya kondisional (tidak semua perusahaan dapat mencapai earning power sama pada periode yang sama dan earning power suatu perusahaan belum tentu sama setiap peridenya), maka pengaruh earning power dapat dapat dihipotesakan sebagai berikut :

H1 : Earning Power berpengaruh positif dan signifikan terhadap penentuan sumber pendanaan dalam rangka kebijakan capital expemditure

Kriteria :

$EP \geq COC$, sumber pendanaan untuk capital expenditur cenderung sesuai pecking order.

$EP < COC$, sumber pendanaan untuk capital expenditur diprioritaskan dari penjualan saham baru (common stock).

Dasar argumentasi : Tingkat earning power tinggi, memungkinkan perusahaan perusahaan dapat menahan sebagian laba unruk reinvestasi dan mendapat kepercayaan kreditur untuk kebutuhan dana hutang jangka panjang. Sebaliknya apabila earning powernya rendah apalagi rugi, sumber dana yang mungkin dapat diperoleh adalah dari penjualan saham baru.

Keterangan :

- Capex : Capital Expenditure (Investasi jangka panjang/ tambahan aktiva tetap dalam suatu periode)
- EP : Earning Power (Efisiensi operasional = (Laba operasional / Aktiva opsional)
- ReE : Retained Earning (Laba ditahan)
- LtD : Long term Debt (hutang jangka panjang)
- COC : Cost of Capital (biaya modal untu pendanaan capital expenditure.)

2.4. Faktor-faktor Kebijakan Laba ditahan (Retained Earning)

Salah satu faktor terpenting dalam penentuan laba ditahan, adalah pertimbangan didalam kebijakan dividen tunai. Menurut Sartono dan Wilberforce (1999); dan Aruna (2000) terdapat beberapa faktor yang menjadi pertimbangan di dalam pembagian dividen, yaitu : Kas, Fixed Assets (FA), Net Sales (NS) dan Debt Equity Ratios (DER).

Kas sebagai salah faktor kebijakan dividen didasarkan atas penelitian yang telah dilakukan oleh Brittain (1966) dan Partington (1989). Mereka telah membuktikan bahwa ketika perusahaan menghadapi masalah keuangan (kekurang kas, kebanyakan manajer mengambil kebijakan dividen tetap. Pertimbangan utama menerapkan kebijakan dividen tetap, untuk mengantisipasi fluktuasi perolehan laba bersih setelah pajak. Manakala perusahaan mendapatkan keuntungan tinggi sebagian labanya dapat diinvestasikan kembali, namun pada saat mengalami kerugian dapat digunakan untuk mengatasi kelangkaan dana.

Penelitian yang telah dilakukan oleh Partington (1989), bahwa perluasan aktiva dan peluang investasi baru yang menguntungkan, menjadi faktor potensial dan berpengaruh pada tingkat dividen. Hal ini konsisten denngan model *residual dividend* dari Brigham dan Gapenski (1996), mereka menyimpulkan bahwa pendanaan terhadap peluang investasi yang menguntungkan harus dilakukan terlebih dahulu sebelum dividen dibayarkan. Dhrymes dan Kurtz (1967) menyimpulkan bahwa terdapat ketergantungan antara dividend dan investasi. Hasil survei yang dilakukan oleh Partington (1985) terhadap manajer keuangan menjelaskan bahwa kendala keuangan mendorong ketergantungan antara dividen dan investasi. Hal ini

mengimplikasikan bahwa rasio pembayaran dividen berbanding terbalik dengan ketersediaan peluang investasi yang menguntungkan.

Penerbitan saham baru seharusnya apabila perusahaan benar-benar membutuhkan tambahan investasi dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan yang dapat dipertanggung jawabkan. Penerbitan saham baru, yang tidak didasari alasan yang transparan akan membuat dana yang tersedia bertambah untuk digunakan manajer di dalam pengeluaran-pengeluaran kepentingan pribadi mereka, Jensen (1986).

Apabila penerbitan dan penjualan saham baru tidak dikendalikan dan diawasi secara intensif, maka peluang pemborosan (inefisiensi) dapat terjadi. Oleh karena itu, sebelum kebijakan penerbitan dan penjualan saham baru diputuskan, perlu dievaluasi secara cermat. Perlukah ekspansi? apakah capital expenditure setara dengan prospek penjualan dimasa yang akan datang? apakah ada peluang meningkatkan omzet dimasa yang akan datang untuk jangka waktu panjang?. Dengan demikian dana hasil penjualan saham baru dapat bermanfaat untuk kepentingan ekspansi atau pengembangan usahanya.

Kemampuan untuk memasarkan dan menjual produk dimasa yang akan datang sangat vital untuk pertimbangan ekspansi, karena penjualan bersih merupakan basis untuk mendapatkan profit. Skala usaha yang semakin besar memungkinkan efisiensi operasional usaha. Peningkatan produksi untuk memenuhi peningkatan omzet penjualan tidak otomatis meningkatnya biaya secara proporsional, karena diantaranya terdapat unsur fixed cost akibat kapasitas produksi yang belum terpakai maksimal. Demikian semakin besar omzet penjualan bersih, semakin meningkatkan profit.

2.5. Managerial Hipotesis

Dalam prinsip Pecking Order, manajer dalam membuat keputusan investasil (capital expenditure) seharusnya atas dasar pengalaman/prestasi perusahaan dalam hal memperoleh laba secara efisien (earning power) pada periode-periode sebelumnya. Sedangkan sumber dana untuk keperluan ekspansi atau capital expenditure tersebut seharusnya didanai dari laba ditahan (Retained Earning) sebagai sumber utama kekukarangannya dipenuhi dari Hutang Jangka Panjang (Long term Debt) sebagai pelengkap. Faktanya (hasil penelitian : Agus Sartono (2000) dan fenomena perilaku pebisnis : PT- Qisar, PT Amalillah, PT Invest Indo dll) tidak mengikuti hirarki pecking order. Managerial Hipotesis, adalah keputusan/ kebijakan manajer dalam hal capital expenditure dan pemilihan sumber dana yang tidak sesuai dengan ketentuan Pecking Order.

Pada kondisi earning power (EP) dibawah biaya modal, seharusnya perusahaan mempertimbangkan untuk ekspansi. Tanpa alasan yang jelas dan rasional (prospek sales dimasa yang akan datang untuk jangka waktu panjang, pemanfaatan faktor produksi yang belum optimal), maka keputusan ekspansi dalam kondisi $EP < \text{biaya modal}$ justru akan memperburuk perusahaan. Hasil penelitian (Myers & Majluf, 1984) membuktikan, kebanyakan manajer (perusahaan-perusahaan yang pailit) dalam hal membuat keputusan ekspansi (capital expenditure), cenderung tidak memperhatikan kemampuan earning powernya. Kebijakan manajer tersebut hanya dilandasi intuisi kepentingan pribadi manajer (managerial hipotesis).

Menurut hasil penelitian dari beberapa pakar, antara lain : Friend and Lang (1988), hasil penelitian membuktikan bahwa *debt ratio* berhubungan negatif dengan kepemilikan saham oleh para manajer. Penelitian ini ditindak lanjuti oleh

Wahidahwati (2001), hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham berpengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian *Moh'd, et al (1998)*, *Jensen et al. (1992)* dan *Bathala et al.* Demikian juga Amiruddin Umar (2002), artikel : Hubungan keputusan pendanaan dan Struktur Kepemilikan : Suatu Perspektif Keagenan, menunjukkan bahwa rasio hutang berhubungan bertalik dengan kepemilikan oleh manajer.

2.6. Hubungan Kepemilikan Saham oleh Manajerial Dengan Sumber Dana Internal (Saham baru).

Dalam *pecking order theory* telah dijelaskan bahwa perilaku manajer dalam keputusan pemenuhan kebutuhan dana berdasarkan *pecking order* salah satunya dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi, Myers dan Majluf (1984). Asimetri informasi yang terjadi antara manajer dan pemegang saham telah dibahas secara khusus dalam teori prinsipal-agen. Dalam konteks akuntansi manajemen, teori ini sering diasosiasikan dengan studi perilaku tentang interaksi *employee/agent* (manajer) dengan *principal* (pemilik perusahaan) yang berkaitan dengan *property right*, *agency* dan *finance*.

Teori prinsipal-agen bermula dari adanya dilemma tentang *incomplete information* dalam kontrak industri asuransi (Spence dan Zeckhauser, 1971; dan Ross, 1973 dalam Breaux et al, 2002). Pada tahun 1976, Jensen dan Meckling melihat dari sisi lain yaitu tentang hubungan *property right*, *agency* dan *finance* untuk mengembangkan sebuah teori tentang struktur kepemilikan perusahaan. Unit analisisnya tentang kontrak antara *owner* dan *top management* (hubungan *principal-agent*). Hubungan keagenan adalah suatu kontrak dimana satu atau lebih orang

(*principal*) mengikat orang lain (*agent*) untuk melakukan layanan atas kehendak mereka, dengan mendelegasikan kekuasaan beberapa pengambilan keputusan kepada agen.

Dengan asumsi bahwa kedua pihak adalah *rational-economic maximizing individual* maka pada saat tujuan kedua pihak tidak selaras akan menimbulkan dua macam problema. Pertama, *disfunctional behavior/moralhazard*. Problema ini terjadi pada sisi agen. Agen akan cenderung *memaksimalkan utilitinya* karena memiliki kesempatan melakukannya, misalnya ketika agen diberi kesempatan berpartisipasi untuk menyusun anggarannya akan cenderung melakukan *overestimate budgetary slack*. Kedua, problema asimetri informasi antara manajer sebagai agen dan pemilik (pemegang saham) sebagai prinsipal. Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa mendatang dibandingkan pemegang saham dan debitor lainnya. Dengan demikian asimetri informasi akan mendorong timbulnya *disfunctional behavior* atau *moral hazard*.

Oleh karena itu prinsipal perlu menciptakan suatu sitem yang dapat memonitor dan mengontrol perilaku agen supaya bertindak sesuai dengan harapannya. Aktivitas ini meliputi biaya monitoring agen, penciptaan sitem informasi akuntansi, kepemilikan saham oleh manajer dan lain-lain.

Hubungan antara prinsipal dan agen dikatakan berhasil apabila *agency cost* minimal, ada keseimbangan dalam memaksimalkan utilitas antar agen dan prinsipal, apabila ada pihak independen dalam hal ini auditor internal atau eksternal yang mampu mengendalikan harmonisasi hubungan prinsipal dan agen (Pasoloran & rahman, 2001). Kondisi ideal ini sangat sulit dicapai karena yang memegang peranan

dalam pengolahan dan akses informasi adalah agen sehingga menimbulkan asimetri, dimana agen lebih tahu banyak dibandingkan prinsipal.

Penelitian yang berkaitan dengan kepemilikan saham oleh manajer, pernah dilakukan oleh Wahidahwati (2002a, 200b). Kedua penelitian tersebut menguji hubungan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan pendanaan dan disimpulkan bahwa kepemilikan manajer dan institusional berhubungan negatif dan signifikan dengan sumber pendana dari hutang. Artinya semakin besar jumlah kepemilikan manajer dan institusi maka kebijakan pendanaan cenderung bersumber dari penjualan saham baru.

Struktur kepemilikan dan kontrol telah menjadi inti teori modern perusahaan yang menjadi perdebatan ilmiah sejak presentasi **Berle dan Means** (1932) dan pembahasan lebih formal oleh **Jensen dan Meckling** (1976) yang terkenal dengan *The Modern Corporation and Private Property*. Intinya adalah masalah keagenan karena konflik kepentingan antar para manajer mengabaikan kepentingan para pemegang saham perusahaan. Suatu pendapat bahwa para manajer mengabaikan kepentingan para pemegang saham berasal dari fakta bahwa pemegang saham perusahaan-perusahaan besar adalah tersebar luas dan berada jauh dari perusahaannya.

Pada struktur kepemilikan yang tersebar, mengakibatkan pemantauan yang lemah atas keputusan-keputusan para manajer. Kepemilikan yang tersebar membuat sulit bagi prinsipal untuk memantau para manajer.

Terlebih lagi, keikutsertaan para manajer dalam kepemilikan saham perusahaan dapat dicerna oleh pemerhati pasar modal sebagai sinyal yang disampaikan untuk menunjukkan bahwa para manajer menggantungkan nasib

mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan (Morek et al, 1988; McConnell dan Servaes, 1990). Dengan pengertian lain, kepemilikan manajerial dapat juga membantu sebagai sinyal tentang kualitas perusahaan. Seorang manajer hanya akan mau menginvestasikan sejumlah besar kekayaannya ke dalam perusahaan jika ia yakin bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek pertumbuhan yang baik dan akan berhasil. Sebaliknya bila prospek perusahaan dimasa yang akan datang melemah, para manajer cenderung melepas sahamnya atau menjual saham baru untuk menutup kemungkinan kerugian yang diakibatkan. Isyarat ini juga diperhitungkan oleh bank-bank yang memutuskan permohonan pinjaman. Karena bank-bank amat enggan meminjamkan dananya pada perusahaan-perusahaan berisiko, sangat boleh jadi bahwa para manajer perusahaan-perusahaan berisiko menggunakan yang lebih banyak sinyal ini.

Konsentrasi kepemilikan sebagai mekanisme governance ini telah mendapatkan perhatian besar para pemegang saham blok besar bertambah aktif dalam tuntutan mereka agar perusahaan mengadopsi mekanisme governance yang efektif untuk mengontrol keputusan-keputusan manajerial.

Ditinjau dari sisi pandang lain, Pinteris (2002) menyatakan bahwa struktur kepemilikan yang lebih terkonsentrasi akan meminimalkan problem keagenan karena jalinan yang lebih kuat antara kepentingan para pemegang saham dan para manajer. Pada tipe perusahaan semacam ini, ada dua kelompok pemegang saham, kelompok pemegang saham pengendali dan kelompok pemegang saham minoritas.

Di Indonesia, pemegang saham pengendali berfungsi sebagai pemilik, dimana kepentingan mengendalikan perusahaan lebih dominan, sedangkan

pemegang saham minoritas berfungsi sebagai investor yang lebih mengharapkan *capital gains* (Wilopo, 2002).

Kepemilikan saham yang berlebihan dapat mengakibatkan konsekuensi merugikan. Seperti yang telah diisyaratkan oleh **Burhart et al, (1997)** bahwa kerugian tersebut dikarenakan ketika peluang pertumbuhan meningkat, tindakan para manajer semakin sulit diobservasi. Hasil studi **Smith dan Watts (1992)** memperkuat kondisi tersebut, yang menyatakan bahwa ketika peluang pertumbuhan meningkat maka observabilitas tindakan terhadap para manajer menurun. Terlebih lagi, para manajer perusahaan yang bertumbuh sangat berpeluang memiliki kekuasaan yang lebih besar dalam pengambilan keputusan sebab mereka mempunyai akses informasi yang lebih baik tentang peluang-peluang investasi perusahaan daripada para pemegang saham luar. Dengan demikian keluasaan kebijakan manajer dalam rangka *capital expenditure* (berinvestasi) yang disebabkan karena mereka menguasai sebagian sahamnya, secara matematis dapat dirumuskan persamaan sebagai berikut :

$$\text{Capexp} = \beta_0 + \beta_1 (\text{PKSM})$$

Keterangan :

Capexp = Capital Expenditure (Pengeluaran dalam rangka investasi aktiva tetap)

PKSM = Proporsi Kepemilikan Saham Manajerial

2.7. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan permasalahan penelitian ini dipaparkan dalam tabel berikut :

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan Instusional pada kebijakan hutang perusahaan, dengan obyek penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ, telah dilakukan oleh Wahidahwati (2001). Hasil penelitian memnbuktikan bahwa managerial ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap debt ratio, dikarenakan kemungkinan oleh masih sejajarnya kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pada perusahaan yang efisiensi operasionalnya tinggi, manajer cenderung berminat dan membeli saham perusahaan. Pembelian saham oleh manajer dimaksudkan agar kekuasaan dan keleluasaan mengendalikan perusahaan. Disamping itu juga manajer akan memperoleh keuntungan dari dividen dari investasi sahamnya. Semakin efisien suatu perusahaan cenderung semakin para manajer ingin menguasai sahamnya. Sebaliknya manakala dirasa perusahaan mengalami kelesuan diambang kebangkrutan, para manajer cenderung melepas sahamnya.

Sedangkan Eddy Suranta dan Midiastuty (2002) meneliti tentang hubungan struktur kepemilikan manajerial terhadap investasi, di perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEJ (1994 s/d 2000). menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa variable agency lainnya secara bersama-sama, berpengaruh positif yang signifikan terhadap kebutuhan investasi (capital expenditure)

Penelitian tetang pengaruh struktur modal juga dilakukan oleh Moh'd. et al (1998) dan Bathala, et al (1994). Hanya saja Bathala mengkaitkan dengan ownership sedangkan Moh'd mengkaitkan dengan hutang. Hasil penelitan yang dilakukan oleh Moh'd menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham oleh manajer dan beberapa variable agency lainnya mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap hutang. Sedangkan Bathala menunjukkan bahwa kepemilikan insider, earning

volatitas, research and development and advertising expenses, growth, institutional ownership memiliki hubungan yang negatif terhadap debt ratio. Kedua penelitian diatas mendukung argumentasi bahwa Capital expenditure dipengaruhi oleh manajer yang menguasai perusahaan, dan kebutuhan dana bersumber dari penjualan saham baru, bukan dari hutang. Sedangkan menurut konsep leverage perusahaan yang menghindari hutang cenderung kemampuan earning powernya rendah.

Selain tersebut di atas masih banyak peneliti-peneliti lain yang mengambil topik yang sama seperti halnya yang dibahas dalam penelitian ini, akan tetapi tidak satupun diantara mereka belum mencoba meneliti lebih detail tentang unsure-unsur yang terkandung dalam struktur modal. Dengan melihat unsur-unsur hutang yang terdiri hutang lancar, hutang jangka panjang disatu pihak, serta ekuitas yang terdiri dari saham dan laba ditahan penelitian ini menjadikan lebih transparan. Sebab bagaimanapun juga transparansi sangat dibutuhkan oleh berbagai pihak yang membutuhkan untuk menyimak lebih detail sebagai dasar pengambilan keputusan.

Ditinjau dari kepemilikan, saham biasa dan laba ditahan merupakan satuan kelompok ekuitas, akan tetapi ditinjau dari segi sumbernya berbeda. Saham biasa adalah sumber dana eksternal sedangkan laba ditahan merupakan sumber internal. Secara teoritis idealnya perusahaan yang melakukan ekspansi adalah perusahaan yang sudah tergolong feasible, sehingga efek ekspansi dimaksudkan untuk meningkatkan kesejahteraan bagi pemilik dan semua karyawan. Dengan demikian akan lebih rasional apabila kebijakan sumber dana disarkan pada *Pecking Order theory* dan *Leverage theory*. Akar permasalahan (Research Gap) mengapa justru mereka (PT Q-Sar, PT Amalillah, PT Inves Indo dll) tidak menerapkan kedua theory tersebut, inilah yang menyebabkan peneliti tertarik untuk mengembangkan lebih

lanjut ke perusahaan-perusahaan yang tercatat di bursa efek Jakarta (BEJ), sehingga Research Questions yang menyisakan pertanyaan dapat terjawab.

2.8. Rekap Hasil Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1. Rekapitulasi Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Masalah	Metodologi Penelitian	Hasil
1	Wahidahwati (2001)	Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan Institutional pada kebijakan hutang perusahaan	Populasi : Perush. Manufaktur yang terdaftar di BEJ yang melaporkan keuangannya secara lengkap. Pengambilan sample menggunakan metode purposive random sampling. Data yang digunakan adalah data sekundair yang meliputi managerial ownership, institutional investor, long term debt, dividend payout ratios, total asset, operating income, fixed assets, penjualan, jumlah modal saham, harga saham.	Managerial ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap debt ratio, kemungkinan disebabkan oleh masih seajarnya kepentingan antara manajer dan pemegang saham.
2	Sartono (2000)	Menguji internal cash flow terhadap pengeluaran modal	Populasi : Perusahaan manufaktur non keuangan yang terdaftar di BEJ. Data yang digunakan meliputi : capital expenditure, internal cash flow, insider ownership, penjualan dan intensitas modal. Model penelitian menggunakan dua langkah yaitu : analisis bivariat dan analisis multivariate.	Cash flow berpengaruh positif terhadap pengeluaran modal.
3	Eddy Suranta dan Midastuty (2002)	Penelitiannya menganalisis hubungan struktur kepemilikan manajerial terhadap investasi, di perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEJ (1994 s/d 2000)investasi	Sampel dilakukan dengan cara purposive random sampling (Cooper dan Emory,1995) pada perusahaan manufaktur non keuangan yang terdaftar di BEJ dan melaporkan keuangan secara lengkap. Kriteria selanjutnya adalah memiliki data kepemilikan saham oleh managerial dan dewan direksi.(1994 s/d 2000)	Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham oleh manajer mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap hutang secara bersama-sama.
4	Hidayati, Imam Chozali dan Poerwono (2000)	Meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi struktur keuangan perusahaan manufaktur yang go public di Indonesia.	Penelitian ini merupakan terapan aplikasi dan modifikasi dari beberapa penelitian yang telah ada. Sedangkan metode penelitiannya adalah deskriptif khusus dilakukan pada perusahaan manufaktur yang go public dan terdaftar di BEJ (1997 s/d 1999). Pengujian model pengaruh dan hubungan variabel bebas yang lebih dari dua variabel terhadap variabel tergantung, digunakan persamaan regresi linair berganda dengan metode OLS	Hasil penelitian menunjukkan bahwa factor-faktor yang mempengaruhi leverage keuangan berdasar nilai buku dan nilai pasar adalah fixed-assets ratio, market to book ratio, firm size, profitability dan volatility dan profitability

5	Ainun Na'im dan Fuad Rakhman ((1999)	Hubungan antara kelengkapan laporan keuangan dengan struktur modal dan tipe kepemilikan perusahaan	Populasi : Perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di BEJ. (1995 s/d 1997). Penelitian ini tidak menggunakan perusahaan perbankan karena perusahaan ini memiliki kriteria pengungkapan yang relatif lebih rumit dibanding dengan perusahaan lain. Selain itu perusahaan perbankan cenderung memiliki rasio hutang atas modal yang relatif sangat tinggi.	Leverage keuangan perusahaan memiliki hubungan yang signifikan positif terhadap indeks kelengkapan pengungkapan laporan keuangan.
6	Moh'd. et al (1998)	Pengaruh dari struktur kepemilikan saham oleh manajerial pada kebijakan hutang perusahaan.	Dalam abstraksi penelitian yang telah dilakukan oleh Wahidahwati, tidak disebutkan secara jelas tentang metode penlitiana, baik populasi maupun pengabilan sample juga criteria sample.	Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham oleh manajer dan beberapa variable agency lainnya mempunyai pengaruh negatif terhadap hutang yang signifikan secara bersama-sama.
7	Bathala, et al (1994),	Kepemilikan institusional terhadap debt ratio dan insider ownership	Dalam abstraksi penelitian yang telah dilakukan oleh Wahidahwati, tidak disebutkan secara jelas tentang metode penlitiana, baik populasi maupun pengabilan sample juga criteria sample.	Kepemilikan insider, earning volatitas, research and development and advertising expenses, growth, institutional ownership memiliki hubungan yang negatif thdp debt ratio.
8	Jensen, et al (1992)	Menguji hubungan antara insider ownership, debt and dividen policies	Dalam abstraksi penelitian yang telah dilakukan oleh Wahidahwati, tidak disebutkan secara jelas tentang metode penlitiaannya, baik populasi maupun pengabilan sample juga criteria sample.	Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara prosentase kepemilikan mgr dgn debt ratio.
9	Noronha, et al (1996)	Penelitian ini menitik beratkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal	Dalam abstraksi penelitian yang telah dilakukan oleh Wahidahwati, tidak disebutkan secara jelas tentang metode penlitiana, baik populasi maupun pengabilan sample juga criteria sample.	Hasil ini menunjukkan bahwa tidak semua kondisi dividen itu relevan untuk meminimumkan agency cost.
10	Aruna (2000)	Menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Dividend Pay Out Ratios)	Populasi : perush go public yang terdaftar di BEJ bergerak di industri manufaktur & komersial dan hotel, property, real estate dan konstruksi. Kriteria penentuan sampling secara purposive ini, yaitu perusahaan yang membagikan dividen secara tunai pada akhir tahun 1994 dan masih beroperasi di tahun 1996.	Objek Perush Go Publik di Indonesia dengan observasi tahun 1994 s/d 1996 bahwa faktor Cash, Fixed Assets, Debt equity ratios dan Net Sales berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijaka dividen

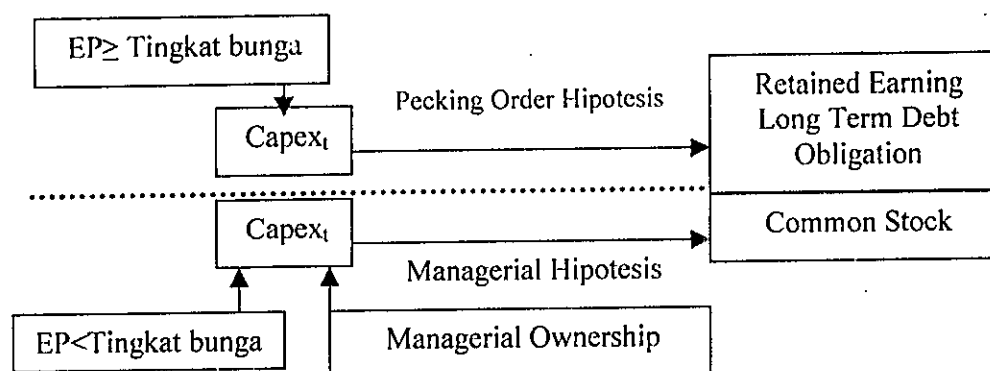
2.9 Kerangka Pemikiran Teoritis

Kebijakan Pecking Order dalam hal Capex dan Pemilihan sumber Pendanaan sebagai berikut :

- Earning Power \geq Tingkat bunga.
- Kebutuhan dana bersumber :
 Pertama : Retained Earning (ReE)
 Kedua : Long term Debt (LtD)

Landasan teoritis :

- ✓ Pecking Order theory, menyatakan bahwa prioritas utama sumber dana adalah laba ditahan (Retained Earning), jika tidak mencukupi maka sebaiknya dipenuhi dari hutang jangka panjang (Long term Debt)
- ✓ Leverage theory, apabila $EP >$ tingkat bunga modal hutang, maka kebutuhan dana bersumber dari hutang akan meningkatkan earning per share (EPS)
- ✓ Semakin tinggi earning power, peluang untuk menahan sebagian laba untuk reinvestasi semakin besar, dan kepercayaan dari pihak kreditur semakin kuat.



Managerial Hipotesis, adalah kebijakan perusahaan dalam menerapkan capital expenditure dan pemilihan sumber dana manakala :

- Earning Power < Tingkat bunga
- Kebutuhan dana dipenuhi dari penjualan saham baru, dan komponen lainnya (Hutang) sebagai pelengkap

Didasari atas penelitian :

- ✓ Wahidahwati (2001), meneliti Pengaruh kepemilikan Manajerial dalam kebijakan hutang. (hasil penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan saham oleh manajer berpengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang). Sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian Moh'd, et al (1998), Jensen et al. (1992) dan Bathala et al
- ✓ Amiruddin Umar (2002), artikel : Hubungan keputusan pendanaan dan Struktur Kepemilikan : Suatu Perspektif Keagenan. (Simpulan : menunjukkan bahwa rasio hutang berhubungan berbalik dengan kepemilikan oleh manajer).
- ✓ Friend and Lang (1988), menguji apakah debt ratio dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa debt ratio mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan saham oleh manajer.
- ✓ Fenomena yang terjadi di dunia bisnis kita, secara aktif mencari calon investor (menjual saham baru) tanpa ada kejelasan dan kepastian prospek usaha, tetapi banyak calon investor percaya dan masuk perangkap menjadi investor.
- PT Q-Sar di Jawa Barat, omzet puluhan milyar rupiah.
- PT Amalillah di Brebes, Jawa Tengah, omzet milyaran rupiah.
- PT Invest Indo, di Purbalingga, Jawa Tengah, omzet milyaran rupiah.
- Dan lain-lain, yang terlalu banyak kalau kita sebutkan semuanya.

Gambar 1 : Kerangka Pikir Teoritis.

2.10 Hipotesis

Berdasarkan kerangka pikir di atas, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Tingkat Earning Power berpengaruh positif dan signifikan terhadap penentuan sumber pendanaan dalam rangka capital expenditure.

H2 : Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajerial, berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Capital Expenditure.

Kriteria : Penerimaan H1, apabila hasil penelitian menunjukkan :

- $EP \geq \text{Cost of capital}$ (Tingkat bunga modal), sumber pendanaan sebagian besar sesuai dengan prinsip pecking order sebaliknya
- $EP < \text{Cost of capital}$ (Tingkat bunga modal), prioritas sumber pendanaan dari penjualan saham baru.
- EP terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap sumber dana dari laba ditahan (ReE) dan hutang jangka panjang (LtD) dengan komposisi sumber dana adalah $ReE > LtD > CS$.

Hipotesis kedua (H2) terbukti, apabila proporsi kepemilikan saham oleh manajerial menunjukkan pengaruh signifikan terhadap kebijakan capital expenditure, dengan sumber pendanaan dari eksternal (penjualan saham baru).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi *Earning Power* (EP), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Total Assets* dengan akun-akunya, Hutang lancar, Hutang jangka panjang (Bank dan Obligasi), Equity (Saham dan laba ditahan) dan Proporsi kepemilikan saham oleh manajerial.

Data diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur non keuangan yang terdaftar di BEJ dan laporan keuangan secara lengkap (tahun 2001 s/d 2003) yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur non keuangan yang terdaftar di BEJ dan menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2001 s/d 2003 serta dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Rerangka sample yang digunakan yaitu perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan sejak tahun 2000 sampai dengan 2003. Pengambilan sample penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling*, dengan karakteristik sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur non keuangan dan terdaftar di BEJ, karena perusahaan perbankan memiliki kriteria pengungkapan yang relatif lebih rumit dibanding dengan perusahaan lain. Selain itu perusahaan perbankan cenderung memiliki rasio hutang atas modal yang relatif sangat tinggi.

2. Selama 3 tahun (2001 s/d 2003) berturut-turut menerbitkan laporan secara lengkap dan dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.
3. Perusahaan memiliki kelengkapan data yang berkaitan dengan managerial ownership. Artinya perusahaan yang dijadikan sample penelitian paling tidak harus memiliki informasi proporsi kepemilikan saham oleh manajer, minimal pada salah satu tahun selama periode penelitian.
4. Sampel terpilih adalah perusahaan yang membutuhkan investasi (aktiva tetap) dan secara lengkap menginformasikan akun-akun aktiva maupun pasiva dalam neraca dan Net Sales, sehingga pencapaian Earning Power (EP) dapat diketahui.

3.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian

3.3.1. Profit Margin

Variabel ini diberi simbol (PM) yang menggambarkan seberapa besar kemampuan perusahaan untuk mendapatkan net operating income atas penjualan bersih. Variabel ini diukur dengan membagi laba sebelum kena bunga dan pajak dibagi dengan penjualan bersih dalam satu periode.

$$PM = \text{Net Operating Income} / \text{Net Sales}$$

3.3.2. Assets Turn Over

Variabel ini diberi simbol (ATO), menggambarkan berapa kali perputaran aktiva tetap atas penjualan bersih. Variabel ini diukur dengan membagi penjualan bersih dengan Total assets yang digunakan untuk operasional perusahaan pada periode tertentu.

$$ATO = (\text{Net Sales} : \text{Total Assets}) \text{ kali.}$$

3.3.3. Earning Power (EP)

Variabel ini diberi simbol EP. Variabel ini menggambarkan besarnya rasio laba sebelum bunga dan pajak dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan pada suatu periode, yang dinyatakan dalam prosentase (%).

$$EP = \text{Profit Margin} \times \text{Assets Turn Over}$$

3.3.4. Capital Expenditure

Pembelanjaan modal (capital expenditure) merupakan pengeluaran dana yang dilakukan manajemen untuk membiayai tambahan assets yang diperlukan guna mendukung pertumbuhan perusahaan. Secara matematik capital expenditure dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Capexp}_t = \text{Fixed Assets}_t - \text{Fixed Assets}_{t-1}$$

3.3.5. Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajer (Managerial Ownership)

Managerial Ownership didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan option yang dimiliki oleh manajer dan dewan direksi suatu perusahaan. Secara matematik nilai KPSM diperoleh dari persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh direksi dan komisaris.

Variabel struktur kepemilikan manajerial diberi simbol (KPSM) yang menunjukkan jumlah presentase (%) saham yang dimiliki oleh manajer. Dalam hal ini *managerial ownership* (KPSM) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Dengan tingkat kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) yang

tinggi akan mengurangi agency cost sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang positif terhadap rasio sumber dana internal.

$$\text{PKSM} = \% \Sigma \text{ Saham yang beredar}$$

3.3.6. Penjualan bersih (Net Sales)

Penjualan bersih (Net Sales) didefinisikan sebagai nilai penjualan bersih yang dihasilkan perusahaan pada periode tertentu dalam satuan rupiah. Variabel ini dimunculkan dengan maksud untuk mengetahui pengaruh internal cash flow dan insider ownership yang diperoleh pada tingkat bias minimum.

3.4. Analisis Data

3.4.1. Statistik Deskriptif

Analisa ini dilakukan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel yang diteliti untuk menunjukkan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) dan standar penyimpangan.

3.4.2. Uji Asumsi Klasik

Ada empat tahapan dalam uji asumsi klasik yang perlu dilakukan sebelum menjalankan uji hipotesis. Keempat tahapan tersebut yaitu :

- 1) Uji multikolinearitas, dilakukan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas (Imam Ghazali, 2001). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas yaitu dengan menganalisis matriks korelasi variabel-variabel bebas atau dengan melihat nilai toleransi dan nilai variance inflation factor (VIF).
- 2) Uji autokorelasi, bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada

periode $t-1$ (sebelumnya) (Imam Ghazali, 2001). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi digunakan uji durbin-watson (DW test). Syarat pengujian adalah bila nilai DW terletak antara batas atas atau upper bound (du) dan $(4-du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.

- 3) Uji heteroskedastisitas, bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan yang lain, jika varian dari residual satu pengamatan kepengamatan lain tetap maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas (Imam Ghazali, 2001). Model regresi yang baik adalah homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas digunakan grafik scatterplots dan uji glejser. Syarat pengujian adalah jika variabel bebas signifikan secara statistik mempengaruhi variabel terikat maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas.
- 4) Uji normalitas residual, bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi baik variabel terikat dan variabel bebas mempunyai distribusi residual yang normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi residual yang normal. Untuk menguji normalitas residual menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Kriteria pengujian adalah jika hasil statistiknya tidak signifikan atau H_0 diterima maka model regresi mempunyai distribusi residual yang normal.

3.4.3. Uji Hipotesis

Mengacu dari hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Griner dan Gordon (1995), uji penelitian ini terdiri dari dua langkah. Pertama dengan *analisis asosiasi bivariat* antara *capital expenditure* dengan *pecking order* (*sumber dana : Retained*

earning, long term debt dan obligation); dan antara *capital expenditure* dengan *managerial hypotheses* (sumber dana dari penjualan *common stock*) . Kedua, dengan *analisis multivariate*, yaitu membentuk persamaan pembandingan (*benchmart model*) untuk mengontrol faktor-faktor lain yang teridentifikasi memiliki pengaruh terhadap *capital expenditure*, dan dilanjutkan memperluas model pembandingan dengan memasukkan faktor-faktor *internal Earning Power (EP)*, Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajerial (*KPSM*) dan interaksinya. Model persamaannya dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Capex} = \beta (\text{KPSM}) \quad 1)$$

β_i = koefisien regresi variabel independen yang menunjukkan arah positif dan signifikan

▪ Analisis Bivariat

Pecking order hypotheses dan *managerial hypotheses* menyatakan, bahwa : tingkat pembelanjaan modal (*capital expenditur*) dipengaruhi secara signifikan oleh *Earning Power*. Sehingga secara matematis model bivariat pertama diformulasikan

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + \beta_1 (\text{EP}_t) \quad 2)$$

3)

$$\text{Capexp}_t = \beta_0 + (\text{ReE}_t) + \beta_2 (\text{LtD}_t) + \beta_3 (\text{CS}_t)$$

$\text{EP} \geq \text{COC}$ (Tingkat bunga modal) , maka $\beta_1 > \beta_2 > \beta_3$ atau $\beta_1 \cdot \beta_2 > \beta_3$

$\text{EP} < \text{COC}$ (Tingkat bunga modal), maka $\beta_3 > \beta_2 > \beta_1$.

Keterangan :

EP	=	Earning Power.
ReE	=	Retained Earning
LtD	=	Long Term Debt
CS	=	Common Stock
Capexp	=	Capital Expenditure
COC	=	Cost of Capital

Uji model ini merupakan dasar untuk membuktikan bahwa pembelanjaan dana dan pemenuhan dana didasarkan atas kebijakan *pecking order hipotesis* ataukah *manajerial hipotesis*. Pemenuhan dana berdasar pada *pecking order hipotesis* bersumber pada : *Return earned, Long term debt dan Obligation*). Kebijakan untuk menggunakan sumber dana dari hutang juga didukung teori leverage (analisis EBIT_EPS), bahwa : apabila Earning Power (EP)>Tingkat bunga, untuk meningkatkan EPS sebaiknya menggunakan sumber dana dari hutang. Sebaliknya kebijakan *manajerial hipotesis*, apabila $EP < COC$ (bunga modal) perusahaan melakukan capital expenditure dengan sumber pendanaan dari penjualan saham biasa. Untuk menguji apakah pemenuhan dana didasarkan pada *manajerial hipotesis* dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham oleh manajerial (PKSM) digunakan rumus :

$$Capexp_t = \beta_0 + \beta_1 (PKSM_t) \quad 4)$$

$$Capexp_t = \beta_0 + \beta_1 (CS_t) \quad 5)$$

Keterangan :

PKSM = Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajer
CS = Common Stock baru

Uji model ini merupakan dasar untuk membuktikan adanya *manajerial hypotheses* (H2) bahwa pemenuhan dana (dari penjualan saham biasa) dalam rangka kebijakan capex dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham oleh manajer (PKSM) H2 terbukti apabila proporsi kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap kebijakan capex dengan sumber dana dari penjualan saham biasa.

▪ Analisis Multivariat

Dalam model analisis multivariate kompleks disamping memasukkan variabel *Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajer (PKSM)* dan *Earning Power (EP)* juga memasukkan variabel internal (*Retained earning, Long term debt dan Common Stock*) sebagai unsur sumber dana .

Model tersebut secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$Capex_t = \beta_0 + \beta_1 (EP)_{t-(t-1)} + \beta_2 (ReE)_{t-(t-1)} + \beta_3 (LtD)_{t-(t-1)} + \beta_4 (CS)_{t-(t-1)} + \beta_5 (MO_t) \quad 6)$$

Untuk menguji signifikansi sumber pemenuhan dana dipengaruhi oleh pecking order atau managerial ownership, secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$Capexp_t = \beta_0 + \beta_1 (ReE)_{t-(t-1)} + \beta_2 (LtD)_{t-(t-1)} + \beta_4 (CS)_{t-(t-1)} \quad 7)$$

Pengujian signifikansi terhadap tiap-tiap variabel independen akan dilakukan dengan menggunakan uji-t yang dirumuskan sebagai berikut :

$$t_{hitung} = \frac{\beta_i}{Se(\beta_i)} \quad 8)$$

Apabila β_1 dan β_2 menunjukkan signifikan berarti sumber dana dari laba ditahan dan hutang jangka panjang keberadaan dalam rangka untuk kebijakan capital expenditure.

Keterangan :

$Se(\beta_i)$ = *standard error* dari variabel independen

β_i = koefisien regresi variabel independen

Apabila ReE dan LtD menunjukkan signifikan, berarti kebijakan sumber pendanaan dalam rangka capital expenditur sesuai prinsip pecking order.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Populasi.

4.1.1. Profil ~~Populasi~~

Populasi dalam penelitian adalah semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEJ dan dimuat dalam Indonesia Capital Market Directory (ICMD) yang diterbitkan pada tahun 2001 s/d 2004. Jumlah populasi 235 perusahaan terdiri dari :

Tabel 4.1.

Daftar Populasi Jenis Usaha

Jenis Usaha	Jumlah	Prosentase
Agricultur, Forestry and Finishing	29	12,34 %
Animal Feed and Husbandry	8	3,40 %
Mining and Mining Service	12	5,11 %
Construction	3	1,28 %
Manufacturing	153	65,11 %
Transportation Service	9	3,83 %
Comunication	2	0,85 %
Whole Sale and Retail Trade	14	5,96 %
Hotel and Travel Service	6	2,55 %
Holding and Other Investmen Companies	2	0,85 %
Other	20	8,51 %
Total	235	100,00 %

Sumber : Data sekunder diolah.

4.1.2. Sampel Terpilih.

Atas dasar populasi di atas, sample penelitian ini diambil dengan metode purposive random sampling, yaitu sample terpilih adalah perusahaan yang dalam satu periodik penelelitian minimal telah melakukan kebijakan capital expenditure dengan sumber dana jangka panjang dan sebagian sahamnya dimiliki oleh kelompok manajer

perusahaan yang bersangkutan. Dari ketentuan di atas, maka sample terpilih adalah sebagai berikut :

Tabel 4.2.

Daftar Sampel Jenis Usaha

Jenis Usaha	Jumlah	%
Agricultur, Forestry and Finishing	2	2,47 %
Animal Feed and Husbandry	2	2,47 %
Mining and Mining Service	3	3,70 %
Construction	1	1,24 %
Manufacturing	63	77,77 %
Transportation Service	4	4,94 %
Whole Sale and Retail Trade	5	6,17 %
Other	1	1,24 %
Jumlah	81	100,00 %

Sumber : Data sekunder diolah.

4.2. Deskripsi Variabel.

4.2.1. Struktur Sumber Pendanaan

1) Sumber Pendanaan.

Sumber pendanaan dalam penelitian ini adalah sumber dana jangka panjang, yang meliputi :

- a) Laba ditahan/Retained earning (ReE), yaitu bagian dari laba bersih setelah pajak dalam suatu periode yang tidak dibagikan sebagai dividen untuk kepentingan tambahan investasi.
- b) Hutang jangka panjang/Long term debt (LtD) yang meliputi obligasi dan hutang Bank yang tempo pelunasannya beberapa periode/tahun.
- c) Saham biasa/Common stock (CS), yaitu sebagai bukti penyertaan modal oleh pemilik perusahaan. Apabila dalam suatu periode perusahaan mendapatkan laba

bersin, maka pemilik saham biasa ini berhak untuk mendapatkan dividen. Besar kecilnya dividen tergantung atas kesepakatan yang diputuskan dalam rapat umum pemegang saham.

2) Struktur Pendanaan.

Struktur sumber pendanaan, yaitu komposisi komponen sumber pendanaan jangka panjang (laba ditahan, hutang jangka panjang dan penjualan saham biasa) yang dibutuhkan dalam rangka untuk kebijakan capital expenditure. Urutan prioritas disesuaikan dari besarnya jumlah antara sumber dana jangka panjang tersebut.

Agar struktur (urutan prioritas) sumber pendanaan jangka panjang tersebut dapat dianalisis dalam program SPPS, maka masing-masing sumber dana dinotasikan dengan angka, yang urutannya disesuaikan dengan prinsip pecking order. Dalam prinsip pecking order sumber dana dari laba ditahan sebagai sumber pendanaan utama, sebaliknya penjualan saham baru sebagai alternatif terakhir. Oleh karena itu inisial urutan notasi untuk Retained Earning (ReE) dinotasikan angka satu (1), Long term Debt (Ltd) dinotasikan angka dua (2) dan Common Stock (CS) dinotasikan angka tiga (3). Sebagai contoh apabila sumber dana yang dibutuhkan dalam suatu periode $ReE > LtD > CS$ maka struktur tersebut dapat dinotasikan 123. Dengan demikian ada 6 kemungkinan (dari 3 permutasi) struktur sumber pendanaan, sebagai berikut : 123, 213, 132, 231, 312 dan 321.

3) Kategori Struktur Pendanaan.

Dari masing-masing struktur pendanaan yang terdiri dari enam kelompok tersebut selanjutnya dikategorikan berdasarkan perankingan sumber dana yang diutamakan dalam prinsip pecking order. Dengan mengedepankan kategori pertama

adalah kelompok struktur proporsi sumber dana laba ditahannya terbesar, sebaliknya kategori terakhir (5 dan 6) adalah kelompok struktur sumber dana dari penjualan saham baru terbesar, seperti dalam tabel berikut :

Tabel 4.3.

Kategori Struktur Sumber Pendanaan

Struktur Sumber Pendanaan	Susunan Struktur	Kategori Struktur
ReE>LtD>CS	123	1
LtD>ReE>CS	213	2
ReE>CS>LtD	132	3
LtD>CS>ReE	231	4
CS>ReE>LtD	312	5
CS>LtD>ReE	321	6

Sumber : Data sekunder diolah.

Kategori satu (1) yang mewakili notasi susunan struktur (123) mencerminkan kebijakan pecking order, bahwa sumber dana dari laba ditahan (ReE) sebagai sumber dana utama dan hutang jangka panjang (LtD) sebagai sumber dana penunjang, sedangkan sumber dana dari penjualan saham baru alternatif terakhir. Sebaliknya kategori terakhir (6) adalah kelompok perusahaan yang struktur pendanaannya (321) yang mengedepankan sumber dana dari penjualan saham biasa, sedangkan laba ditahan jumlahnya paling kecil atau nol (tidak ada sumber dana dari laba ditahan).

Frekuensi distribusi masing-masing kategori sumber pendanaan, dalam periode tahun 2000- 2003, adalah sebagai berikut :

Tabel 4.4.

Deskripsi Frekuensi Struktur Sumber Pendanaan

Struktur Sumber Pendanaan	Susunan Struktur	Kategori Struktur	Frekuensi			
			2001	2002	2003	Total
ReE>LtD>CS	123	1	12	11	7	34
LtD>ReE>CS	213	2	7	5	5	17
ReE>CS>LtD	132	3	9	15	8	32
LtD>CS>ReE	231	4	8	3	3	14
CS>ReE>LtD	312	5	13	4	12	29
CS>LtD>ReE	321	6	17	15	13	44
Total			66	53	48	167

Tabel diatas menunjukkan bahwa frekuensi pola struktur pendanaan perusahaan-perusahaan di BEJ dari urutan yang terbesar adalah common stock (CS) sebanyak $29+44 = 73$ disusul kemudian Laba ditahan (ReE) sebanyak $34+32 = 64$, dan hutang jangka panjang (LtD) $17+14=31$. Sedangkan secara keseluruhan rata-rata besarnya masing-masing sumber dana setiap periodiknya dapat dilihat dalam tabel deskripsi komponen sumber pendanaan sebagai berikut :

Tabel 4.5.

Deskripsi Statistik Sumber Pendanaan

Descriptive Statistics	N	Range	Minimum	Maximum	Sum	Mean	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
Retained Earning	167	6223665	-4136581	2087084	3664840	21945.15	31128.61
Long term Debt	167	1304275	-567772	716503	384841	2304.43	7483.28
Common Stock	167	6143499	-336249	5807250	22974973	137574.69	40971.03
Valid N (listwise)	167						

Sumber : .Data sekunder diolah (lampiran, SPSS B-09)

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa secara keseluruhan sumber dana untuk capital expenditur, dari penjualan saham baru menempati urutan paling besar dengan nilai rata-rata Rp.40.971.030.000,- nilai tertinggi sebesar Rp. 5.807.250.000,-. Sedangkan ranking kedua dari laba ditahan dengan nilai Rp.31.128.610.000,- dengan nilai tertinggi Rp. 2.087.084.000,-.

Besarnya nilai penjualan saham biasa, mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan di BEJ khususnya yang tercatat dalam Indonesian Capital Market Directory, dalam periode 2001-2003 lebih mengandalkan dana dari external. Apabila dibanding dengan sumber dana dari laba ditahan, maka besarnya dana penjualan saham baru lebih dari 2,5 kali, sedangkan sumber dana dari hutang jangka panjang jumlahnya paling sedikit. Dengan demikian secara keseluruhan struktur pendanaan ditinjau dari mulai besarnya jumlah yang telah dihimpun, adalah Common stock (CS) > Retained earning

(ReE) > Long term debt (LtD). Berkaitan dengan capital expenditure, besarnya dana dari penjualan saham paling, belum tentu sesuai dengan yang dibutuhkan. Kesesuaian tercapai apabila dana yang tersedia sepadan dengan kebutuhannya dengan deviasi standar yang rendah sehingga hasil uji statistik menunjukkan signifikan.

4.2.2. Capital Expenditure (Capex)

Capital expenditure adalah kebutuhan investasi jangka panjang (aktiva tetap) dalam suatu periode. Besarnya capital expenditure dalam suatu periode adalah selisih antara aktiva tetap bersih pada akhir periode dengan aktiva tetap bersih pada awal periode. Deskripsi capital expenditure, yang merupakan tambahan aktiva tetap bersih dalam suatu periode, dapat dilihat dalam tabel 6 sebagai berikut :

Tabel 4.6.

Deskripsi Statistik Capital Expenditure

Capital Expenditure	N	Range	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation
Period	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
2001-2003	167	5522891	132	5523023	33224483	221314.90	637792.055
2001	66	4752959	286	4753245	12964418	196430.58	593016.087
2002	53	1959613	435	1960048	10117212	190890.80	441559.925
2003	48	2091162	132	2091294	8360306	174173.05	365247.015

Sumber : Data sekunder diolah (Lampiran SPSS, B- 10)

Dari tabel 4.6. (lampiran SPSS, B-C.9) diatas dapat diketahui bahwa dalam periode 2001-2003 sebanyak 167 pengamatan kebijakan capital expenditure. Besarnya capital expenditur bervariasi, nilai capital expenditur paling kecil Rp.132.000.000,- dan paling besar Rp.55.230.023.000,- dengan rata-rata Rp. 221.314.900.000,-. Dan deviasi standar Rp.637.792.000.000,- Setiap tahunnya rata-ratanya relatif sama sekitar 174.173.000 – 196.430.000. Namun pada tahun 2001 terjadi fluktuasi dengan standar deviasi yang 593.016.000.

4.2.3. Deskripsi Earning Power (EP)

Earning power, merupakan efisiensi operasional suatu perusahaan dalam suatu periode, yaitu perbandingan antara laba operasional dalam suatu periode dengan aktiva bersih yang dipergunakan untuk mendapatkan laba operasional yang bersangkutan dan dinyatakan dalam prosentase.

Dalam struktur laporan laba (rugi) periodik besarnya laba operasional belum termasuk biaya modal yang harus dibebankan sebagai konsekuensi kebutuhan dana dalam rangka capital expenditure. Dengan demikian besarnya beban (bunga) modal dari sumber dana yang berbeda berpengaruh langsung terhadap laba bersih setelah pajak.

Earning power yang tinggi, penggunaan sumber dana dari hutang jangka panjang akan memberikan kontribusi pada pemegang saham karena adanya efisiensi cost of capital.. Sebaliknya apabila pencapaian earning power lebih rendah dari biaya modalnya, justru akan berdampak penurunan efisiensi ekuitas untuk membayar biaya modal. Earning power yang dicapai dan beban biaya modal masing-masing perusahaan, bervariasi antara 12% s/d 18 %. Oleh karena itu rank antar kelompok sebesar 6 % (18%-12%). Distribusi masing-masing kategori (kelompok) earning power sebagai berikut :

Tabel. 4.7.

Deskripsi Frekuensi Kategori Earning Power

Earning Power	Kategori Earning Power	Frekuensi			
		2001	2002	2003	Total
>18%	1	2	1	0	3
12% s/d 18%	2	1	4	2	7
6% s/d 11,99%	3	7	5	4	16
0% s/d 5,99%	4	21	6	11	38
-6% s/d -0,99%	5	27	23	20	80
<-6%	6	8	14	11	33
Total		66	53	48	167

Sumber : Data sekunder diolah

Dari tabel 4.7 diatas diketahui bahwa diantara 167 pengamatan, hanya 10 kejadian perusahaan yang dapat mencapai earning power \geq biaya modalnya. Selebihnya tingkat earning powernya lebih kecil dari biaya modalnya. Gambaran pencaran distribusi statistik earning power dapat dilihat dalam tabel 4.8. di bawah ini.

Tabel. 4.8.

Deskripsi Statistik Earning Power

Earning Power	N	Range	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation	Variance
Period	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
2001-2003	159	.3858	-.1078	.2780	8.7959	.055320	.0746323	.006
2001	66	.3755	-.0974	.2780	4.3976	.066630	.0710014	.005
2002	49	.3856	-.1078	.2778	2.2779	.046487	.0853533	.007
2003	43	.315	-.080	.235	2.095	.04872	.066843	.004

Dari tabel diatas selama tahun 2001 s/d 2003, dapat diketahui bahwa perolehan earning power berkisar $-10,78\%$ s/d $27,80\%$. Perolehan earning power minus (-) artinya terjadi kerugian operasional, sehingga hal ini cukup menarik untuk pembahasan sumber pendanaan berkaitan dengan capital expenditure. Pertama karena bagi perusahaan yang tergolong earnin powernya minus tidak mungkin capital expenditure didanai dari laba ditahan. Kedua akan mengalami kesulitan dana yang bersumber dari hutang jangka panjang sehingga satu-satunya sumber dana yang diandalkan adalah bersumber dari penjualan saham baru.

4.2.4. Deskripsi Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajerial (PKSM)

Perusahaan yang mempunyai prospek dimasa yang akan datang, sahamnya cenderung dimiati oleh para manajer. Kepemilikan saham oleh para manajerial dimaksudkan bukan hanya untuk mendapatkan dividen atas saham tersebut, tetapi dapat digunakan untuk mengendalikan dan menguasai perusahaan.

Sebagaimana ketentuan perusahaan dalam bentuk perseroan terbatas, keputusan strategis diwakili oleh dewan komisaris yang merupakan bagian dari kepemilikan saham. Besarnya proporsi kepemilikan saham adalah proporsional dengan jumlah suara yang terwakili. Dengan demikian proporsi kepemilikan saham diharapkan berpengaruh langsung terhadap kebijakan capital expenditure. Gambaran statistik proporsi kepemilikan saham oleh para manajer dapat dilihat dalam tabel 4.9. sebagai berikut :

Tabel. 4.9.

Deskripsi Statistik Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajerial

PKSM	N	Range	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation	Variance
Period	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
2001-2003	167	.548	.0000	.548	11.305	.06769	.091232	.008
2001	66	.548	.0000	.548	5.132	.07776	.110363	.012
2002	53	.318	.0000	.318	3.273	.06176	.072797	.005
2003	48	.318	.0002	.318	2.8995	.06040	.080330	.006

Sumber : Data sekunder diolah (Lampiran, SPSS B-12)

Secara keseluruhan rata-rata saham yang dimiliki oleh manajerial sebanyak 6,77%. Dengan standar deviasi 9,12%. Proporsi kepemilikan saham biasa oleh manajer relatif stabil, tidak ada penambahan yang signifikan dan masih minimnya proporsi kepemilikan saham oleh manajer, belum cukup kuat untuk mendominasi kekuasaannya lewat saham yang telah dimiliki.

4.3. Uji Asumsi Klasik

4.3.1. Regresi Capital Expenditure dengan Komponen Sumber Dana (ReE, LtD & CS)

Pokok utama dalam penelitian ini adalah menganalisis, komponen sumber dana mana yang paling signifikan terhadap capital expenditure. Oleh karena itu pengujian terhadap kelayakan untuk dianalisis, maka perlu pengujian asumsi klasik yang meliputi

uji multikolonieritas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, uji normalitas dan uji linieritas.

Tabel. 4.10.

Kolerasi dan Kolinearitas ReE, LtD, CS Dan KPSM Capex

Keterangan	Correlations	Collinearity Statistics	
	Part	Tolerance	VIF
Retained Earning	.122	.934	1.070
Long term Debt	-.174	.957	1.045
Common Stock	.684	.970	1.031
Proporsi Kepmilikan Saham oleh Manajer	-.098	.991	1.009

Dependent Variable: CAPEX (Delta Fixed Assets)

Hasil SPSS diperoleh bahwa semua korelasi variabel independen $> 0,95$ dan tidak ada satupun koefien Correlations $< 0,95$ (Confidence interval), dan VIF $> 0,95$ oleh karena itu masih dalam batas toleransi dan tidak terjadi multikolinieritas, sehingga layak untuk dijadikan objek penelitian.

4.3.2. Regresi Capital Expenditure dengan Earning Power.

Tabel 4.11.

Koefisien Korelasi Capital Expenditure-Earning Power

	Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations	Collinearity Statistics		
	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Tolerance	VIF
(Constant)		2.898	.004	59280.107	313085.516				
EP	.049	.613	.541	-941360.400	1787727.497	.049	.049	1.000	1.000

Dependent Variable: Capital Expenditure (delta Fixed Assets)

Hasil SPSS diperoleh VIF $= 1.00 > 0,95$ dan Correlations $= 0.49 < 0,95$ (Confidence interval), oleh karena itu masih dalam batas toleransi tidak terjadi multikolinieritas.. Dengan demikian layak untuk dijadikan bahan penelitian.

Tabel 4.12.

Koefisien Korelasi CAPEX-PKSM

	Standardized Coefficients	95% Confidence Interval for B	Correlations	Collinearity Statistics	
	Beta	Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
(Constant)	136537.479	386655.341			
Proporsi Kepemilikan Saham Manajer			-.111	1.000	1.000

Dependent Variable: CAPEX (delta Fixed Assets)

Hasil SPSS diperoleh $VIF = 1.00 > 0.95$ dan $Correlations = 0.111 < 0.95$ (Confidence interval), oleh karena itu masih dalam batas toleransi tidak terjadi multikolinieritas dan layak untuk bahan penelitian.. Proporsi kepemilikan saham oleh manajerial (PKSM) dimaksudkan agar para manajer lebih berperan dalam pengambilan keputusan penting perusahaan, khususnya mengenai *capital expenditure* dalam rangka ekspansi.

Tabel 4.13.

Regresi Kategori Struktur Sumber Dana - Earning Power

		Kategori Struktur Modal	Kategori Earning Power
Pearson Correlation	Kategori Struktur Modal	1.000	.461
	Kategori Earning Power	.461	1.000
Sig. (1-tailed)	Kategori Struktur Modal	.	.000
	Kategori Earning Power	.000	.
N	Kategori Struktur Modal	167	167
	Kategori Earning Power	167	167

Tabel 4.14.

Koefisien Korelasi dan Kolinearitas Struktur Sumber Dana - Earning Power

	Standardized Coefficients	95% Confidence Interval for B		Correlations		Collinearity Statistics	
	Beta	Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Tolerance	VIF
Constant		-.452	1.627				
KTGREP	.461	.508	.953	.461	.461	1.000	1.000

a. Dependent Variable: Kategori Struktur Sumber Dana (KTGRSD)

Hasil SPSS diperoleh $VIF = 1.00 > 0,95$ dan $Correlations = 0.461 < 0.95$ (Confidence interval), oleh karena itu masih dalam batas toleransi tidak terjadi multikolinieritas. Dengan demikian data kategori earning power (Ktgr-EP) layak untuk diteliti sebagai bahan untuk menganalisis pengaruh kategori earning power terhadap kebijakan sumber pendanaan yang telah terklasifikasi.

Keterkaitan antara kategori earning power (Ktgr-EP) dengan kategori sumber dana (KTGR SD) penting untuk bahan analisis. Karena earning power berpengaruh terhadap keberadaan sumber dana dari laba ditahan dan secara tidak langsung terhadap hutang jangka panjang. Perolehan earning power yang tinggi akan mendapat kepercayaan oleh kreditor. Akan tetapi distribusi kedua kelompok tersebut masing-masing mempunyai rank yang tinggi sehingga keduanya lebih dahulu perlu dikategorikan.

4.4. Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini ada dua hipotesis yang diajukan dan perlu diuji. Pertama adalah relevansi penekanan earning power berkaitan dengan konsep pecking order dan teori leverage sehubungan dengan kebijakan capital expenditure. Baik teori leverage maupun pecking order memprioritas sumber dana dari hutang daripada penjualan saham biasa. Bedanya dalam pecking order hutang jangka panjang sebagai penopang dana laba ditahan.

Pecking order mengisyaratkan bahwa capital expenditure seharusnya pada saat pencapaian *earning power* lebih tinggi dari pada *cost of capital*. Oleh karenanya

menganjurkan prioritas pendanaan adalah bersumber dari laba ditahan dan didukung hutang jangka panjang. Tanpa earning power yang memadai perusahaan dapat kesulitan untuk menyisihkan sebagian labanya untuk reinvestasi.

Semakin tinggi pencapaian earning power, semakin efisien apabila capital expenditure didanai dari hutang jangka panjang daripada didanai dari saham biasa. Efisiensi pendanaan berarti meningkatkan efisiensi laba persaham. Karena selisih kelebihan antara tingkat dividen dan bunga modal pinjaman hutang jangka panjang adalah klaim bagi pemegang saham biasa. Krediturpun lebih percaya untuk meminjamkan dananya pada kelompok perusahaan yang mampu mendapatkan earning power tinggi.

Dengan demikian konsep pecking order dapat direalisasikan manakala perusahaan mampu mendapatkan earning power yang memadai. Tingginya earning power berpengaruh positif terhadap laba ditahan dan hutang jangka panjang. Namun yang terjadi dilapangan banyak didapatkan perusahaan yang melakukan capital expenditure walaupun earning powernya rendah. Keputusan tersebut tidak lepas dari kebijakan manajerial. Kepemilikan saham oleh para manajer adalah sarana untuk kekuasaan dan keleluasaan dalam mengambil keputusan. Semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimilikinya semakin besar pula leluasa untuk ikut serta menentukan kebijakan yang mereka inginkan.

Dengan demikian pengujian hipotesis pertama diawali dari sisi pasiva dengan melihat pengaruh tingkat earning power terhadap komponen sumber pendanaan dalam

rangka kebijakan capital expenditur. Apabila ternyata earning power rendah tetapi manajer memutuskan kebijakan capital expenditur dilaksanakan, apakah ada pengaruh yang signifikan oleh proporsi kepemilikan saham.

4.4.1. Pengujian Earning power terhadap Sumber Pendanaan.

Sebagaimana dijelaskan di atas bahwa prinsip pecking order menekankan sumber pendanaan seharusnya prioritas dari laba ditahan. Apabila laba ditahan tidak mencukupi maka hutang jangka panjang sebagai pendukung untuk melengkapi kekurangan dana yang dibutuhkan.

Kedua sumber dana tersebut dapat terwujud apabila pencapaian earning power setiap periodiknya tinggi (lebih besar dari biaya modalnya). Oleh karena itu kebijakan capital expenditure sebaiknya dilaksanakan kalau perusahaan pencapaian earning power dalam setiap periodiknya lebih besar daripada biaya modalnya.

Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh earning power terhadap komponen sumber pendanaan (laba ditahan, hutang jangka panjang dan saham bisa), dapat dilihat dalam tabel berikut ini.

Tabel 4.15

Pengaruh Earning Power (EP) terhadap Komponen Sumber Dana

	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
(Constant)		9.065	.000
Laba ditahan (ReE)	.231	3.122	.002
Hutang Jangka Panjang (LTD)	.182	2.450	.015
Saham biasa (CS)	-.141	-1.904	.059

a Dependent Variable: Earning Power. (Sumber: Data sekunder diolah : SPSS, B-7)

Dari tabel di atas dapat ditarik kesimpulan, bahwa earning power (EP) berpengaruh positif dan signifikan terhadap sumber dana dari laba ditahan ($\beta=0,231$, $t=3,122$ dan sig. 0,002) dan sumber dana dari hutang jangka panjang ($\beta=0,182$, $t=2,450$ dan sig. 0,015). Sebaliknya justru berpengaruh negatif terhadap sumber dana saham biasa ($\beta=-,141$, $t=-1,940$ dan sig. 0,059).

Semakin tinggi earning power (EP) yang dicapai, semakin besar peluang pendanaan bersumber dari laba ditahan dan hutang jangka panjang (LtD) dan semakin kecil pendanaan dari penjualan saham biasa (CS). Dengan demikian hipotesis (H1) yang menyatakan "Earning power berpengaruh positif dan signifikan terhadap pendanaan sesuai prinsip pecking order dalam rangka kebijakan capital expenditure" terbukti.

4.4.2. Pengujian Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajerial (PKSM) terhadap Capital Expenditur.

Manajer sebagai pihak yang mengetahui informasi perusahaan, dapat merekomendasikan kebijakan capital expenditure. Akan tetapi keputusan pelaksanaannya sangat tergantung dewan komisaris sebagai wakil pemilik perusahaan. Oleh karenanya pihak manajerial berusaha untuk menguasai sahamnya agar mereka dapat lebih leluasa untuk berpartisipasi mengambil kebijakan. Untuk membuktikan hal ini, perlu diuji pengaruh proporsi kepemilikan saham oleh manajerial (PKSM) terhadap *capital expenditure*.(capex).

Tabel 4.16.

Signifikansi Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham Manajer - Capital Expenditur

Capex-PKSM	Koefisien Beta	F	t	Signifikansi	Keterangan
2001-2003	-0.111	1.946	-1.395	0.165	>0.05 (tidak signifikan)
2001	-0.123	0.978	-0.989	0.326	>0.05 (tidak signifikan)
2002	-0.931	0.868	-0.931	0.356	>0.05 (tidak signifikan)
2003	-0.153	0.985	-0.992	0.327	>0.05 (tidak signifikan)

Sumber : Data sekunder diolah

Dalam periode 2001-2003 hasil uji regresi menunjukkan bahwa Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajer (PKSM) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap capital expenditur (Capex). Dengan demikian berarti keputusan manajer dalam hal kebijakan capital expenditur (Capex) tidak didasarkan atas proporsi kepemilikan (penguasaan) saham yang dimiliki.

Hasil SPSS diatas, menolak hipotesis (H2) yang menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham oleh manajerial berpengaruh signifikan terhadap capital expenditure. Salah satu faktor ketidak signifikannya kepemilikan saham oleh manajer untuk mempengaruhi keputusan strategis perusahaan dalam capital expenditure, adalah kemungkinan masih minimnya proporsi jumlah saham yang dimiliki oleh mereka. Seperti yang nampak dalam tabel 4.9. halaman 53 bahwa besarnya proporsi kepemilikan saham oleh manajer rata-rata hanya 6,75 % dengan standar deviasi 9,25%. Dengan demikian besarnya proporsi kepemilikan saham tidak berpengaruh terhadap kebijakan capital expenditur.

4.5. Pembahasan

4.5.1. Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Capital Expenditur.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan capital expenditur yaitu tersedianya dana (yang meliputi laba ditahan, hutang jangka panjang dan penjualan saham), earning power dan kepemilikan saham oleh manajerial. Besarnya pengaruh antara ketiga faktor tersebut masing-masing perusahaan berbeda. Karena kemampuan earning power, kemudahan memperoleh dana dan keputusan struktur pendanaan sangat tergantung kepada manajer masing-masing perusahaan.

Keterbatasan dana merupakan kendala bagi kebijakan capex, meskipun kebutuhan capex besar akan tetapi tidak cukup tersedianya dana yang memadai maka capex tidak dapat optimal. Oleh karena itu manajer akan berupaya semaksimal mungkin agar kebutuhan dana dapat direalisasikan. Bagi perusahaan yang bonafit dan dikenal luas relatif lebih mudah untuk mendapatkan dana (baik berupa hutang jangka panjang maupun menjual sahamnya). Namun bagi perusahaan yang tidak dikenal walaupun prospek kedepannya menjanjikan untuk mendapatkan dana harus extra energi untuk menyakinkan calon investor maupun kreditor agar mereka bersedia mengucurkan dananya.

Salah satu pertimbangan untuk memutuskan kebijakan capex yaitu harapan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu earning power sebagai indikator kemampuan efisiensi perusahaan dapat digunakan untuk acuan kebijakan capital expenditure. Namun keputusan untuk capital expenditure sangat tergantung oleh

manajer yang bersangkutan, dimana masing-masing manajer mempunyai kepentingan, termasuk diantaranya adalah kepentingan pribadi. Dalam hal ini alat untuk peranan pengambil keputusan agar lebih leluasa, mereka (para manajer) berusaha untuk memiliki sebagian sahamnya. Hasil persamaan regresi dapat dilihat ditabel 4.17 sebagai berikut :

Tabel 4.17.

Regresi/Korelasi Variabel-variabel Capital Expenditure (2001-2003)

Keterangan	Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations	Collinearity Statistics	
	Beta			Part	Tolerance	VIF
(Constant)		2.506	.013			
Retained Earning	.126	2.315	.022	.122	.934	1.070
Long term Debt	-.178	-3.311	.001	-.174	.957	1.045
Common Stock	.695	13.031	.000	.684	.970	1.031
Prop Kepmilikan Saham oleh Manajer	-.098	-1.864	.064	-.098	.991	1.009
Earning Power	.061	1.099	.273	.058	.887	1.127

a Dependent Variable: CAPEX-FA (Daftar lampiran : SPSS B-01)

Dari tabel 4.17. diatas dapat diketahui bahwa penunjang utama kebutuhan dana untuk capital expenditur bersumber dari hasil penjualan saham biasa (koefisien 0.695 dan signifikan 0.000). Laba ditahan menempati urutan kedua (koefisien 0.126) sedangkan sumber dana dari hutang jangka panjang justru menunjukkan koefisien negatif (-0.1780). Dengan demikian secara keseluruhan kebijakan pendanaan tidak mendasarkan konsep pecking order yang merekomendasikan bahwa capital expenditure seharusnya prioritas bersumber dari dana laba ditahan yang didukung oleh hutang jangka panjang sebagai pelengkap.

Perusahaan yang dalam perkembangannya didasarkan atas kemampuannya, tercermin pada komposisi sumber pendanaannya yang didominasi dari dana internal (laba ditahan). Sebaliknya perusahaan yang pengembangannya menggunakan sumber dana dari penjualan saham bisa (terutama pada pihak diluar pemegang saham lama) perlu dicermati. Mengapa pada kondisi prospek perusahaan membaik justru mereka melepaskan saham kepada pihak lain?. Tapi sebaliknya pada saat perusahaan mengalami kesulitan (diambang kebangkrutan) menjual saham kepada pihak lain sama saja tidak bertanggung jawab.

Besarnya volume nilai saham yang beredar merupakan indikator bahwa iklim dunia usaha berkembang dan mendapat kepercayaan publik. Untuk itu agar dana yang terhimpun dapat benar-benar bermanfaat untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka pertimbangan untuk ekspansi (capital expenditur) haruslah didasarkan atas pertimbangan aspek kesejahteraan untuk jangka panjang bagi pihak-pihak yang berkompeten. Informasi kepastian dimasa yang akan datang dan perlunya transparasi baik yang bersifat finansial maupun kebijakan-kebijakan lain non finansial adalah suatu keharusan. Sebagai contoh kebijakan finansial adalah bagaimana cara manajer mengupayakan menjaga keamanan harta milik perusahaan dan mengoptimalkan sumber dayanya dalam rangka untuk mempertahankan kesejahteraan semua yang berkepentingan untuk jangka waktu panjang. Sedangkan kebijakan non finansial, misalnya iklim organisasi yang kondusif sehingga mereka yang terlibat dapat dapat berkarya secara optimal dengan produktivitas yang tinggi dan efisien.

Seandainya para investor tidak memperoleh harapan dividen wajar, maka dalam jangka panjang bukan hanya berdampak kehilangan kepercayaan dari masyarakat investor, tetapi juga mengganggu iklim dunia usaha secara nasional. Seperti yang terjadi dalam beberapa kasus seperti PT Q-Sar di Bogor, PT Invest Indo di Purbalingga dan PT Amalillah di Brebes, adalah salah satu potret buram dunia usaha kita. Para manager hiper aktif menggalang calon investor untuk bergabung dengan menjanjikan keuntungan besar untuk mereka yang memiliki saham. Faktanya nilai assets dan omzet usaha mereka tidak sebanding dengan nilai investasi para investor. Sehingga semua investor bukan hanya sekedar tidak mendapatkan dividen tapi saham yang telah disetor tidak bisa ditarik kembali, karena perusahaan dinyatakan pailit.

Apabila fenomena ini berlanjut terus tanpa tindakan tegas dari pemerintah, maka tidak menutup kemungkinan para investor akan berbuat rasional untuk menarik dan mengalihkan investasinya ke lembaga yang mereka anggap aman dan menguntungkan. Kondisi seperti ini tentunya menambah beban berat bagi perusahaan lain yang sebenarnya dapat dipertanggungjawabkan dimasa yang akan datang. Karena untuk mendapatkan dana yang sama tapi harus mengorbankan biaya modal yang lebih tinggi. Tingginya biaya modal dikarenakan adanya pengeluaran ekstra untuk meyakinkan para investor bahwa investasi mereka akan aman dan akan berkembang untuk jangka waktu panjang.

Dalam prinsip struktur finansial untuk mewujudkan efisiensi harus ada keseimbangan, baik keseimbangan kualitas maupun keseimbangan kuantitas.

Keseimbangan kuantitas adalah keseimbangan antara jumlah dana yang tersedia sesuai dengan yang dibutuhkan. Agar dana yang terhimpun dapat dimanfaatkan secara optimal, maka jumlah dana yang tersedia harus sesuai dengan jumlah yang memang benar-benar dibutuhkan. Jumlah dana yang berlebihan dari yang semestinya dibutuhkan menyebabkan inefisiensi karena sebagian dana menganggur tapi tetap menanggung biaya modal, demikian juga dana yang tersedia kurang mencukupi dapat kehilangan peluang untuk meningkatkan omzet. Sedangkan keseimbangan kualitas adalah disesuaikan dengan lama terikatnya dana yang bersangkutan. Apabila kebutuhannya untuk membiayai investasi aktiva tetap (jangka panjang), sebaiknya bersumber dari dana jangka panjang pula.

Sumber dana dari laba ditahan, hutang jangka panjang dan hasil penjualan saham biasa, adalah sumber dana jangka panjang. Karena terikatnya dana tersebut (terutama untuk laba ditahan dan penjualan saham baru) untuk jangka waktu yang tak terbatas. Oleh karena itu dana ini akan efektif apabila benar-benar dimanfaatkan untuk kepentingan investasi jangka panjang (capital expenditure).

Kebijakan capital expenditure bukanlah suatu keharusan, tetapi merupakan suatu kebutuhan dalam rangka untuk meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu keputusan untuk melakukan capital expenditure seharusnya didasarkan atas kebutuhan untuk merealisasi peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat dikatakan meningkat apabila setelah melakukan kebijakan capital expenditure ditandai

meningkatnya assets, memberi kontribusi kesejahteraan semua yang berkompeten dan dapat menjual produk dengan harga relatif lebih murah tanpa mengorbankan kualitas.

Kebutuhan akan dana untuk capital expenditure juga tergantung situasi dan kondisi. Bisa saja terjadi bahwa dengan adanya kebijakan capital expenditure untuk membeli mesin-mesin mutakhir perusahaan dapat memproduksi produk berkualitas tinggi dengan harga relatif murah. Tetapi karena kondisi daya beli konsumen sedang menurun (akibat krismon, kenaikan BBM yang drastis) maka justru yang terjadi adalah semakin memberatkan perusahaan.

Oleh karena itu kebijakan capital expenditur dikatakan efektif apabila besarnya sesuai dengan dengan kebutuhannya. Kebutuhan akan capital expenditur bisa bertahap dan besar kecilnya antar tahapan tidak mesti harus sama. Fluktuasi kebutuhan dana antara periodik memang kondisional, asal fluktuasi tersebut benar-benar menerminkan riil akan kebutuhannya.

Apabila fluktuasi tersediaanya dana sesuai dengan fluktuasi kebutuhan untuk capital expenditure (tidak terjadi under atau over), maka telah terjadi keseimbangan kebutuhan dan pendanaan. Keseimbangan ini adalah salah satu upaya untuk meng optimal pendanaan. Kebutuhan akan dana dikatakan optimal apabila unsur-unsur sumber pendanaanya terstruktur secara proporsional. Besarnya masing-masing sumber dana secara proporsional sangat tergantung pada kemampuan pencapaian earning power.

Manakala earning power tinggi memungkinkan perusahaan untuk menyisihkan sebagian keuntungannya untuk direinvestasikan. Oleh karena semakin besar pencapaian earning power diharapkan semakin besar pula proporsi sumber dana dari laba ditahan. Sebaliknya manakala earning powernya rendah perusahaan tidak mungkin mengandalkan dana dari laba ditahan, sehingga dapat menggunakan alternatif sumber dana lainnya (hutang jangka panjang atau menjual saham biasa).

Prinsip pecking berkaitan dengan sumber pendanaan, bahwa apabila perusahaan akan melakukan kebijakan capital expenditure, seharusnya prioritas didanai dari sumber internal khususnya laba ditahan (reatained earning). Perusahaan yang melakukan kebijakan penyisihan sebagian labanya untuk diinvestasikan kembali, harus didasarkan atas kelayakan, antara lain layak memberikan dividen setiap periodiknya dan layak untuk reinvestasi. Kelayakan reinvestasi dimaksudkan agar kondisi perusahaan setelah melakukan capital expenditur berdampak meningkatnya nilai perusahaan.

Koefisien regresi earning power terhadap capital expenditure sebesar 0,061, dan signifikan sebesar $0.273 > 0.05$ (tidak signifikan) mengindikasikan bahwa earning power tidak menunjukkan pengaruh/hubungan yang kuat dan tidak signifikan terhadap kebijakan capital expenditure. Sehingga dapat disimpulkan bahwa, kebanyakan manajer dalam menentukan kebijakkan capital expenditure tidak didasarkan atas kemampuan earning power.

Proporsi kepemilikan saham biasa oleh manajerial (PKSM) yang diharapkan berpengaruh terhadap kebijakan capital expenditure, sebaliknya justru menunjukkan

koefisien negatif dan tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan proposi kepemilikan saham akan berpengaruh terhadap capital expenditure, tidak terbukti. Karena selama periode pengamatan (2000-2003) jumlah saham yang dimiliki oleh manajer tidak menunjukkan perubahan yang berarti (relatif stabil).

4.5.2. Pengaruh Earning Power Terhadap Komponen Sumber Dana.

Keterkaitan earning power dengan komponen sumber dana, adalah tingginya earning power berpengaruh terhadap laba bersih. Semakin tinggi perolehan laba bersih semakin berpeluang untuk menyisihkan sebagian labanya untuk reinvestasi. Disamping itu perusahaan yang berpotensi mendapatkan earning power, dipercaya oleh kreditur untuk memnjamkan dana jangka panjang.

Keduanya (laba ditahan dan hutang jangka panjang) adalah sumber dana yang diprioritaskan dalam prinsip pecking order untuk kepentingan capital expenditure. Oleh karena itu diharapkan hasil penelitian dapat membuktikan pengaruh earning power terhadap kebijakan sumber pendanaan. Untuk melihat signifikansi earning power terhadap masing-masing sumber pendanaan, dapat dilihat dalam tabel 4.18. sebagai berikut.

Tabel 4.18

Korelasi Earning Power Dengan Komponen Sumber Dana

		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		F	Sig.
Model		Beta			Zero-order	Partial		
1	(Constant)		9.065	.000				
	REE	.231	3.122	.002	.229	.238	6.700	.000
	LTD	.182	2.450	.015	.191	.188		
	CS	-.141	-1.904	.059	-.158	-.147		

a Dependent Variable: Earning Power.(SPSS, B-7)

Dari tabel di atas, diketahui bahwa koefisien laba ditahan (ReE) terhadap earning power (EP) sebesar 0.231, 229 artinya kenaikan satu persen earning power akan direspon kenaikan laba ditahan (retained earning) sebesar 23%, dan tambahan hutang jangka panjang (LtD) sebesar 18%. Tetapi sebaliknya kenaikan earning power direspon negatif oleh sumber dana dari penjualan saham biasa -14%. Semakin tinggi tingkat earning power semakin tinggi pula peluang untuk menyisihkan sebagian labanya untuk diinvestasikan kembali. Semakin besar kebutuhan dana dipenuhi dari laba ditahan dan perusahaan akan mengurangi sumber dana dari laba ditahan. Dengan demikian Hipotesis (H1) yang menyatakan bahwa earning power berpengaruh positif terhadap laba ditahan dan hutang jangka panjang sehingga mendukung kebijakan pecking order, terbukti.

4.5.3. Analisis Kategori Struktur Modal – Struktur Earning Power

Setiap sumber pendanaan dalam rangka untuk merealisasikan kebijaksanaan capital expenditure mempunyai konsekuensi biaya modal. Sehubungan dengan pencapaian earning, sumber pendanaan dapat dikelompokkan menjadi dua. Kelompok pertama adalah sumber dana yang biaya modal (cost of capital)nya tidak dipengaruhi oleh pencapaian earning power, seperti hutang jangka panjang (LtD). Cost of capital dari hutang jangka panjang, berapapun earning power yang dicapai kewajiban untuk membayar bunga modal tetap sesuai kesepakatan sebelumnya. Sedangkan kelompok kedua adalah yang biaya modal (cost of capital)nya dipengaruhi oleh besar kecilnya earning power, yaitu saham biasa (common stock) dan laba ditahan (ReE). Semakin

besar earning power yang dicapai semakin besar harapan pemegang saham untuk mendapatkan dividen dan semakin besar pula kemungkinan dapat menyisihkan sebagian laba bersihnya.

Oleh karena itu, pada kondisi perusahaan mampu mencapai earning power yang tinggi, sebaiknya perusahaan memilih sumber dana dari hutang jangka panjang, karena selisih bunga modal atas hutang jangka panjang atas earning power berdampak meningkatkan tambahan efisiensi modal pemilik. Sebaliknya kalau didanai dari penjualan saham baru kepada pihak luar merekapun akan menuntut hak yang sama dalam mendapatkan dividen.

Agar pemegang saham biasa sebelum adanya kebijakan capital expenditur dapat menikmati dampak positif, maka keputusan capital expenditure harus didasarkan atas pertimbangan yang rasional. Salah satu pertimbangan rasional apabila capital expenditure diarahkan dalam rangka untuk kelangsungan hidup perusahaan itu sendiri dimasa yang akan datang. Agar ini dapat terealisasi maka diperlukan pola kombinasi sumber pendanaan yang tepat, sesuai yang direkomendasikan dalam kebijakan pecking order. Untuk melihat apakah kategori earning power berpengaruh signifikan untuk penentuan struktur modal, maka dapat dilihat dalam tabel 4.17. berikut :

Tabel 4.19.

Regresi Kategori Struktur Modal Dengan Kategori Earning Power

KtgrSM-KtgrEP	Koefisien Beta	F	t	Signifikansi	Keterangan
2001-2003	0.461	42.156	6.496	0.000	<0.05 (signifikan)
2001	0.350	8.911	2.985	0.004	<0.05 (signifikan)
2002	0.588	25.415	5.041	0.000	<0.05 (signifikan)
2003	0.221	2.103	1.450	0.155	>0.05 (tidak signifikan)

Sumber : Data Sekunder diolah.

Dari tabel diatas dapat diketahui, bahwa dalam periode (2001-2003) kategori earning power (EP) menunjukkan pengaruh secara signifikan terhadap kategori struktur modal. Dengan demikian berarti variabilitas keputusan sumber pendanaan dipengaruhi secara signifikan oleh variabilitas earning power (EP). Hal ini didasarkan atas hasil $F = 42,156$ dan signifikansi $= 0,000 < 0,05$. Hasil regresi periodik tahunan, pada tahun 2001 dan 2002 tetap menunjukkan konsistensi signifikansinya, kecuali pada tahun 2003 menunjukkan tidak signifikan ($F=2,103$ dan $p= 0,155$).

Untuk mengetahui penyebaran distribusi masing-masing kategori earning power terhadap kategori struktur modal, dapat diuji dengan crosstabs Chi-square test.

4.5.4. Analisis Kategori Struktur Modal – Kategori Struktur Earning Power

Setiap sumber pendanaan dalam rangka untuk merealisasi kebijak capital expenditure mempunyai konsekuensi biaya modal. Sehubungan dengan pencapaian earning, sumber pendanaan dapat dikelompokkan menjadi dua. Kelompok pertama adalah sumber dana yang biaya modal (cost of capital)nya tidak dipengaruhi oleh pencapaian earning power, seperti hutang jangka panjang (LtD). Cost of capital dari hutang jangka panjang, berapun earning power yang dicapai kewajiban untuk membayar bunga modal tetap sesuai kesepakatan sebelumnya. Sedangkan kelompok kedua adalah yang biaya modal (cost of capital)nya dipengaruhi oleh besar kecilnya earning power, yaitu saham biasa (common stock) dan laba ditahan (ReE). Semakin besar earning power yang dicapai semakin besar harapan pemegang saham untuk

medapatkan dividen dan semakin besar pula kemungkinan dapat menyisihkan sebagian laba bersihnya.

Oleh karena itu, pada kondisi perusahaan mampu mencapai earning power yang tinggi, sebaiknya perusahaan memilih sumber dana dari hutang jangka panjang, karena selisih bunga modal atas hutang jangka panjang atas earning power berdampak meningkatkan tambahan efisiensi modal pemilik. Sebaliknya kalau didanai dari penjualan saham baru kepada pihak luar merekapun akan menuntut hak yang sama dalam mendapatkan dividen.

Agar pemegang saham biasa sebelum adanya kebijakan capital expenditure dapat menikmati dampak positif, maka keputusan capital expenditure harus didasarkan atas pertimbangan yang rasional. Salah satu pertimbangan rasional adalah apabila capital expenditure diarahkan dalam rangka untuk kelangsungan hidup perusahaan itu sendiri dimasa yang akan datang. Sebagai contoh peremajaan mesin yang lebih modern dan berdampak ekonomis.

Agar ini dapat terealisasi maka diperlukan pola kombinasi sumber pendanaan yang tidak membebani biaya tinggi. Laba ditahan adalah sumber dana yang cost of capitalnya relatif rendah dibanding menjual saham baru. Demikian juga pada kondisi earning power tinggi sumber dana dari hutang jangka panjang relatif lebih rendah dari penjualan saham baru. Hal ini adalah sesuai yang direkomendasikan dalam kebijakan pecking order.

Untuk melihat apakah kategori earning power berpengaruh signifikan untuk penentuan struktur modal, maka dapat dilihat dalam tabel 4.20. berikut :

Tabel 4.20.

Crosstabs Struktur Modal Dengan Kategori Earning Power (2001-2003)

Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Kategori Struktur Modal						Total
Pearson Chi-Square		88.856	25	.000	1 ReE LiD CS	2 LiD ReE CS	3 ReE CS LiD	4 LiD CS ReE	5 CS ReE LiD	6 CS LiD ReE	
Kategori Earning Power	1 >18%	Count			3	0	0	0	0	0	3
		% within Kategori EP			100.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			10.3%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	1.8%
		% of Total			1.8%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	1.8%
	2 12% s/d 18%	Count			7	0	0	0	0	0	7
		% within Kategori EP			100.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			24.1%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	4.2%
		% of Total			4.2%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	4.2%
	3 6% s/d 11,9%	Count			8	3	1	1	3	0	16
		% within Kategori EP			50.0%	18.8%	6.3%	6.3%	18.8%	.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			27.6%	17.6%	3.2%	7.1%	10.0%	.0%	9.6%
		% of Total			4.8%	1.8%	.6%	.6%	1.8%	.0%	9.6%
	4 0% s/d 5,9%	Count			6	6	11	2	7	6	38
		% within Kategori EP			15.8%	15.8%	28.9%	5.3%	18.4%	15.8%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			20.7%	35.3%	35.5%	14.3%	23.3%	13.0%	22.8%
		% of Total			3.6%	3.6%	6.6%	1.2%	4.2%	3.6%	22.8%
	5 -6% s/d -0,9%	Count			5	7	16	7	13	22	70
		% within Kategori EP			7.1%	10.0%	22.9%	10.0%	18.6%	31.4%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			17.2%	41.2%	51.6%	50.0%	43.3%	47.8%	41.9%
		% of Total			3.0%	4.2%	9.6%	4.2%	7.8%	13.2%	41.9%
	6 <-6%	Count			0	1	3	4	7	18	33
		% within Kategori EP			.0%	3.0%	9.1%	12.1%	21.2%	54.5%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			.0%	5.9%	9.7%	28.6%	23.3%	39.1%	19.8%
		% of Total			.6%	.6%	1.8%	2.4%	4.2%	10.2%	19.8%
Total		Count			30	17	31	14	30	45	167
		% within KTGREP			18.0%	10.2%	18.6%	8.4%	18.0%	26.9%	100.0%
		% within STRUKMD			100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total			18.0%	10.2%	18.6%	8.4%	18.0%	26.9%	100.0%

Data primair diolah (lampiran SPSS-B.07)

Dari tabel diatas dapat diketahui, bahwa distribusi klasifikasi pendanaan sebanyak 167 kali pengamatan (akumulasi antar perusahaan) selama tahun 2001 s/d 2003, menunjukkan perbedaan yang signifikan ($0,000 < 0,05$).

Perbedaan ditribusi antar tabulasi tersebut disebabkan oleh tingkat earning power antar perusahaan. Seperti nampak dalam tabel 4.10 (lampiran SPSS; B-07)

diatas, dari 167 pengamatan, sebanyak 10 kejadian yang menerapkan kebijakan pecking order (100% with in kategori Earning Power kelompok struktur I & II/ EP>12%). Sebaliknya tidak ada satupun peristiwa pecking order yang tergolong VI).

Tabel 4.21.

Crosstabs Struktur Modal Dengan Kategori Earning Power (2001)

Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Kategori Struktur Modal						Total
Pearson Chi-Square		34.411	25	.000 signifikan	1 ReE LiD CS	2 LiD ReE CS	3 ReE CS LiD	4 LiD CS ReE	5 CS ReE LiD	6 CS LiD ReE	
Kategori Earning Power	1 >18%	Count			2	0	0	0	0	0	2
		% within Kategori EP			100.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			16.7%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	3.0%
		% of Total			3.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	3.0%
	2 12% s/d 18%	Count			1	0	0	0	0	0	1
		% within Kategori EP			100.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			8.3%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	1.5%
		% of Total			1.5%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	1.5%
	3 6% s/d 11,9%	Count			3	2	1	0	1	0	7
		% within Kategori EP			42.9%	28.6%	14.3%	.0%	14.3%	.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			25.0%	28.6%	11.1%	.0%	7.7%	.0%	10.6%
		% of Total			4.5%	3.0%	1.5%	.0%	1.5%	.0%	10.6%
	4 0% s/d 5,9%	Count			3	2	5	2	4	4	21
		% within Kategori EP			14.3%	9.5%	28.6%	9.5%	19.0%	19.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			25.0%	28.6%	66.7%	25.0%	30.8%	23.5%	31.8%
		% of Total			4.5%	3.0%	9.1%	3.0%	6.1%	6.1%	31.8%
	5 -6% s/d -0,9%	Count			3	3	2	5	5	9	27
		% within Kategori EP			11.1%	11.1%	7.4%	18.5%	18.5%	33.3%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			25.0%	42.9%	22.2%	62.5%	38.5%	52.9%	40.9%
		% of Total			4.5%	4.5%	3.0%	7.6%	7.6%	13.6%	40.9%
	6 <-6%	Count			0	0	0	1	3	4	8
		% within Kategori EP			.0%	.0%	.0%	12.5%	37.5%	50.0%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			.0%	.0%	.0%	12.5%	23.1%	23.5%	12.1%
		% of Total			.0%	.0%	.0%	1.5%	4.5%	6.1%	12.1%
Total		Count			12	7	9	8	13	17	66
		% within Kategori EP			18.2%	10.6%	13.6%	12.1%	19.7%	25.8%	100.0%
		% within Kategori Strukmod			100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total			18.2%	10.6%	13.6%	12.1%	19.7%	25.8%	100.0%

Data primair dolah (lampiran SPSS, C-07.1)

Pada periode 2001 (tabel 4.21.,lampiran SPSS C-07.1.), secara keseluruhan menunjukkan, bahwa kategori earning power berpengaruh signifikan terhadap kategori struktur modal. Dalam tabel nampak bahwa perusahaan yang capaian earning powernya

dalam kategori I&II (EP>tingka bunga modal), semuanya menerapkan konsep pecking order.

Tabel 4.22.

Crosstabs Struktur Modal Dengan Kategori Earning Power (2002)

Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Kategori Struktur Modal						Total
Pearson Chi-Square		37.109	25	.000	1 ReE LtD CS	2 LtD ReE CS	3 ReE CS LtD	4 LtD CS ReE	5 CS ReE LtD	6 CS LtD ReE	
Kategori Earning Power	>18%	Count	1	0	0	0	0	0	1		
		Expected Count	.2	.1	.3	.1	.1	.3	1.0		
		% within Kategori EP	100.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	100.0%		
		% within Kategori Strukmod	9.1%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	1.9%		
		% of Total	1.9%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	1.9%		
	12% s/d 18%	Count	4	0	0	0	0	0	4		
		Expected Count	.8	.4	1.1	.2	.3	1.1	4.0		
		% within Kategori EP	100.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	100.0%		
		% within Kategori Strukmod	36.4%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	7.5%		
		Count	7.5%	.0%	.0%	.0%	.0%	.0%	7.5%		
	3 6% s/d 11.9%	Count	3	1	0	0	1	0	5		
		Expected Count	1.0	.5	1.4	.3	.4	1.4	5.0		
		% within Kategori EP	60.0%	20.0%	.0%	.0%	20.0%	.0%	100.0%		
		% within Kategori Strukmod	27.3%	20.0%	.0%	.0%	25.0%	.0%	9.4%		
		% of Total	5.7%	1.9%	.0%	.0%	1.9%	.0%	9.4%		
	4 0% s/d 5.9%	Count	2	1	2	0	0	1	6		
		Expected Count	1.2	.6	1.7	.3	.5	1.7	6.0		
		% within Kategori EP	33.3%	16.7%	33.3%	.0%	.0%	16.7%	100.0%		
		% within Kategori Strukmod	18.2%	20.0%	13.3%	.0%	.0%	6.7%	11.3%		
		% of Total	3.8%	1.9%	3.8%	.0%	.0%	1.9%	11.3%		
	5 -6% s/d -0.9%	Count	1	2	10	1	2	7	23		
		Expected Count	4.8	2.2	6.5	1.3	1.7	6.5	23.0		
		% within Kategori EP	4.3%	8.7%	43.5%	4.3%	8.7%	30.4%	100.0%		
		% within Kategori Strukmod	9.1%	40.0%	66.7%	33.3%	50.0%	46.7%	43.4%		
		% of Total	1.9%	3.8%	18.9%	1.9%	3.8%	13.2%	43.4%		
	6 <-6%	Count	0	1	3	2	1	7	14		
		Expected Count	2.9	1.3	4.0	.8	1.1	4.0	14.0		
		% within Kategori EP	.0%	7.1%	21.4%	14.3%	7.1%	50.0%	100.0%		
		% within Kategori Strukmod	.0%	20.0%	20.0%	66.7%	25.0%	46.7%	26.4%		
		% of Total	.0%	1.9%	5.7%	3.8%	1.9%	13.2%	26.4%		
Total	Count	11	5	15	3	4	15	53			
	Expected Count	11.0	5.0	15.0	3.0	4.0	15.0	53.0			
	% within Kategori EP	20.8%	9.4%	28.3%	5.7%	7.5%	28.3%	100.0%			
	% within Kategori Strukmod	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%			
	% of Total	20.8%	9.4%	28.3%	5.7%	7.5%	28.3%	100.0%			

Data primer dolah (lampiran SPSS, C-07.2)

Pada periode 2002 (tabel 4.22 ,lampiran SPSS, C-07.2.), secara keseluruhan menunjukkan, bahwa kategori earning power berpengaruh signifikan terhadap kategori

struktur modal. Perusahaan yang capaian earring powernya dalam kategori I&II (EP>tingka bunga modal), semuanya menerapkan konsep pecking order.

Tabel 4.23.

Crosstabs Struktur Modal Dengan Kategori Earning Power (2003)

Chi-Square Tests		Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Kategori Struktur Modal						Total
Pearson Chi-Square		36,948	20	0.00 Tidak Signifikan	1 ReE LiD CS	2 LiD ReE CS	3 ReE CS LiD	4 LiD CS ReE	5 CS ReE LiD	6 CS LiD ReE	
	2 12% s/d 18%	Count									2
		Expected Count									2.0
		% within Kategori EP									100.0%
		% within Kategori Strukmod									4.2%
	3 6% s/d 11,9%	% of Total									4.2%
		Count									4
		Expected Count									4.0
		% within Kategori EP									100.0%
		% within Kategori Strukmod									8.3%
	4 0% s/d 5,9%	% of Total									8.3%
		Count									11
		Expected Count									11.0
		% within Kategori EP									100.0%
		% within Kategori Strukmod									22.9%
	5 -6% s/d -0,9%	% of Total									22.9%
		Count									20
		Expected Count									20.0
		% within Kategori EP									100.0%
		% within Kategori Strukmod									41.7%
	6 <-6%	% of Total									41.7%
		Count									11
		Expected Count									11.0
		% within Kategori EP									100.0%
		% within Kategori Strukmod									22.9%
	Total	% of Total									22.9%
		Count									48
		Expected Count									48.0
		% within Kategori EP									100.0%
		% within Kategori Strukmod									100.0%
		% of Total									100.0%

Data primair dolah (lampiran SPSS, C-07.3)

Pada periode 2003 (tabel 4.23. ,lampiran SPSS, C-07.3), secara keseluruhan menunjukkan, bahwa kategori earning power berpengaruh signifikan terhadap kategori struktur modal. Perusahaan yang capaian earring powernya dalam kategori I (EP>tingkat

bunga modal), semuanya menerapkan konsep pecking order, sedangkan 50% dari EP kategori II menerapkan pecking order.

Pengujian secara menyeluruh (2001-2003) yang menunjukkan bahwa kategori earning power berpengaruh signifikan terhadap kategori sumber pendanaan, konsisten dengan pengujian secara periodik.

Pengujian anova perlu dilakukan, untuk mendukung konsistensi hasil crosstabs test yang diatas. Apakah kedua test tersebut menunjukkan hasil yang sama dapat dilihat tabel 4.24. dibawah ini.

Tabel 4.24.

Test Anova Struktur Modal Dengan Kategori Earning Power (2001-2003)

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	124.357	5	24.871	9.504	.000
Intercept	703.643	1	703.643	268.868	.000
Kategori Earning Power	124.357	5	24.871	9.504	.000
Total	2958.000	159			

a R Square = 0.237 (Adjusted R Squared = 0.212)

b. Dependent Variable: Kategori Struktur Modal

Ternyata hasil uji anova menunjukkan konsisten dengan hasil crosstabs test, bahwa kategori earning power berpengaruh signifikan terhadap kategori struktur modal. Hal ini terlihat dari nilai F sebesar 9.504 dan signifikan pada signifikansi =0,000 ($<0,05$). Sedangkan R squared sebesar 0,212 menunjukkan bahwa variabilitas kategori struktur modal dapat dijelaskan oleh variabilitas kategori earning power sebesar 21,2%.

Perusahaan yang melakukan capital expenditure, dengan sumber pendanaan sesuai konsep pecking order sebanyak 15,1%, diantaranya sebanyak 1.3% earning

powernya berkategori I ($>18\%$; expected account 50%) dan 2.5% earning powernya berkategori II (12% s/d 18% ; expected account 66,67%).

Expected account antara 50% s/d 66,67% menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang mampu memperoleh earning power (efisiensi operasional) tinggi, yaitu pada kategori 1&2 ($EP > 12\%$). Telah menerapkan kebijakan sumber pendanaan sesuai pecking order. Hal ini konsisten dengan tabel 4.16 diatas yang menunjukkan bahwa earning power berpengaruh positif signifikan terhadap sumber dana laba ditahan (ReE). Sehingga pada kondisi earning power (EP) besar, perusahaan cenderung menggunakan dana internal laba ditahan, seperti yang disarankan dalam konsep kebijakan capital expenditure.

Dari rangkuman berbagai analisis yang didasarkan atas olahan statistik (SPSS), bahwa secara keseluruhan sumber dana dari penjualan saham biasa adalah yang paling besar, dibanding sumber dana dari laba ditahan dan hutang jangka panjang (lihat tabel 4.5 deskripsi komponen sumber pendanaan). Artinya sumber dana dari penjualan saham biasa tidak hanya untuk capital expenditure tapi juga untuk kepentingan yang lain. Atau sebaliknya tersedianya dana dari penjualan saham biasa tidak cukup untuk pendanaan capital expenditure.

Hampir setiap kebutuhan dana untuk capital expenditure pada berbagai tingkatan earning, diantaranya terdapat sumber dana dari penjualan saham baru. Sedangkan sumber dana dari Laba ditahan walaupun jumlahnya lebih kecil, tetapi sebagian besar hanya untuk perusahaan yang earning powernya tinggi. (lihat tabel.27

s/d 30.). Bahwa kebijakan pecking order efektif pada level earning power (EP) tinggi (level I & II) dan jumlahnya hanya 10 peristiwa (3 peristiwa pada level I dan 7 peristiwa pada level 2).

Ketidak signifikkannya sumber dana dari hutang jangka panjang, dikarenakan sifat sumber dana hutang yang turn over yang tinggi. Disatu pihak dana dari hutang panjang telah berhasil dihimpun tetapi sebagian darinya untuk melunasi hutang yang telah jatuh tempo. Tidak seperti halnya dana yang bersumber dari laba ditahan dan penjualan saham baru yang sifatnya relatif permmanen.

4.5.5. Analisis capital expenditur --proporsi kepemilikan saham oleh manajer

Manajer adalah kelompok elit dalam perusahaan, keberadaannya berperan penting untuk memberikan informasi-informasi strategis dalam kebijakan perusahaan. Salah satu informasi strategis tersebut adalah yang berkaitan dengan kebijakan capital expenditure. Namun informasi-informasi penting tersebut keputusannya tergantung para pemegang saham yang terwakili oleh dewan komisaris dewan komisaris.

Oleh karena itu pada saat perusahaan kondisinya baik, para manajer akan berusaha untuk memiliki sebagian saham perusahaan yang bersangkutan. Salah satu tujuannya adalah agar mereka lebih leluasa dalam ikut serta pengambilan keputusan. Semakin besar proporsi kepemilikan saham semakin besar peluang untuk dapat mengambil keputusan yang mereka anggap penting dan menguntungkan, terutama untuk

kepentingan masa depan mereka. Tetapi apabila proporsi kepemilikannya kurang memadai, maka kemungkinan aspirasi mereka tidak dapat direalisasikan.

Hasil penelitian dalam periode 2001-2003 menunjukkan bahwa Proporsi Kepemilikan Saham oleh Manajer (PKSM) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap capital expenditure (Capex). Dengan demikian berarti keputusan manajer dalam hal kebijakan capital expenditure (Capex) tidak didasarkan atas proporsi kepemilikan (penguasaan) saham yang dimiliki.

Salah satu faktor ketidak signifikannya kepemilikan saham oleh manajer untuk mempengaruhi keputusan strategis perusahaan dalam capital expenditure, adalah kemungkinan masih minimnya proporsi jumlah saham yang dimiliki oleh mereka. Seperti yang nampak dalam tabel 4.9. halaman 53 bahwa besarnya proporsi kepemilikan saham oleh manajer rata-rata hanya 6,75 % dengan standar deviasi 9,25%.

Disamping itu selama periode penelitian jumlah proporsi kepemilikan saham manajer (PKSM) relatif tidak berubah. Kemungkinan lain adalah disebabkan oleh faktor-faktor yang tidak diteliti (seperti hubungan antara manajer disatu pihak dengan dewan komisaris dilain pihak, bisa juga distribusi pemegang saham minoritas yang tidak terdeteksi atau keleluasaan kewenangan manajer dan lain-lain).

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan.

1. Hasil uji regresi capital expenditur dengan komponen sumber pendanaan menunjukkan koefisien CS = 0,691 dan ReE = 0,15. Dengan demikian prioritas sumber pendanaan dalam rangka capital expenditure (capex) terutama dari penjualan saham biasa (CS) dan laba ditahan (ReE) menempati prioritas kedua.
2. Dominasi sumber dana dari saham biasa dikarenakan setiap kebijakan capex selalu disertai penjualan saham biasa, sedangkan tersediaanya dana laba ditahan hanya pada saat perusahaan mendapatkan keuntungan yang memadai. Dengan demikian kebijakan pendanaan perusahaan-perusahaan listing di BEJ cenderung tidak sesuai konsep pecking order yang merekomendasikan kebutuhan dana untuk capex seharusnya mengutamakan dari laba ditahan yang didukung dari hutang jangka panjang.
3. Earning power berpengaruh positif dan signifikan terhadap sumber dana laba ditahan (koefisien regresi 0,237 dan sig. 0,002) dan hutang jangka panjang (koefisien regresi 0,182 dan sign=0.15). Tetapi karena sebagian besar perusahaan yang telah melakukan capital expenditur pada saat earning powernya rendah (lebih kecil dari cost of capitalnya) bahkan diantaranya ada yang rugi, menyebabkan sumber dana dari laba ditahan dan hutang tidak

kurang memadai. Hasil uji anova dan crosstabs antara kategori earning power dengan kategori sumber dana, menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat earning power yang dicapai semakin tinggi probabilitas sumber pendanaan dari laba ditahan, dan perbedaannya antar lini tabulasi signifikan. Dengan demikian hipotesis (H1) yang menyatakan earning power berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan sesuai konsep pecking order, terbukti.

4. Proporsi kepemilikan saham biasa oleh manajer, tidak berpengaruh terhadap capital expenditure. Hipotesa (H2) yang menyatakan proporsi kepemilikan saham berpengaruh terhadap capital expenditure, tidak terbukti. Karena jumlah saham biasa yang dimiliki oleh manajer kurang dari 20% dan selama periode penelitian (2000-2003) tidak ada penambahan yang signifikan.

5.2. Keterbatasan Penelitian

1. Dalam struktur sumber dana, selisih antara komponen sumber dana variatif, sehingga kesimpulan analisis yang didasarkan kategori dapat memungkinkan bias.
2. Institusi yang menguasai sebagian saham biasa pada perusahaan yang bersangkutan, tidak menginformasikan apakah saham yang telah dimiliki oleh institusi tersebut juga dikuasai oleh para manajer perusahaan yang bersangkutan. Sehingga keterkaitan penguasaan saham dengan pengambilan keputusan capital expenditure sulit dilacak.

3. Faktor-faktor lain seperti hubungan inter antar personal manajer dan dewan komisaris yang dapat mempengaruhi kebijakan manajer tidak diungkapkan dalam laporan keuangan sehingga tidak dapat digunakan untuk variabel penelitian. Demikian juga kepemilikan saham oleh institusi (yang mungkin dikuasai oleh kelompok manajer) tidak diungkapkan secara jelas.

5.2. Implikasi.

Earning power berpengaruh positif dan signifikan terhadap pendanaan sesuai prinsip pecking order dalam rangka capital expenditure. Oleh karenanya kebijakan capital expenditure yang tidak didasari atas kemampuan earning power berdampak ketidak mampuan untuk menutup biaya modalnya.

Penurunan jumlah sampel pada akhir periode penelitian dikarenakan beberapa perusahaan yang bersangkutan tidak operasional lagi. Salah satu penyebabnya adalah pelaksanaan capital expenditure pada saat earning powernya rendah, sehingga hasil operasional tidak cukup mampu untuk menutup biaya modal atas hutang jangka panjangnya.

5.3. Saran Untuk Penelitian Mendatang.

Sebagian besar perusahaan yang telah melakukan capital expenditure, tingkat *earning powernya* lebih kecil dari pada *cost of capitalnya* bahkan ada yang rugi (EP minus) pada beberapa periode sebelumnya. Perusahaan dalam kategori demikian dan pelaksanaan *capital expenditure* dengan sumber pendanaannya dari penjualan saham biasa kepada pihak diluar manajer, tanpa

konsep yang jelas dapat merugikan pihak pemegang saham baru. Oleh karena itu untuk penelitian mendatang variabel fundamental internal perusahaan perlu dimasukkan sebagai bahan analisis yang lebih mendalam.

DAFTAR PUSTAKA

- Aruna W, Herman dan Sandy; 2003; *Faktor-faktor Yang merupakan Pertimbangan Dalam Keputusan Dividen*; Jurna Ekonomi & Bisnis, FE Unika Atma Jaya; Jakarta.
- Adedeji, A. (1998), "Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in UK", *Journal of Bussines Finance & Accounting*, 25 : 1127-1155.
- Bambang, R. (2001) "*Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*" Badan Penerbit FE-UGM, Yogyakarta. Hal : 17-23
- Bathala, CT, K.R. Moon, and R.P. Rao (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding : an Agency Perspective" *Financial Management* 23, 38-50.
- Brigham, EF and JC Gapenski (1996) "*Intermediate Financial Management*, Fifth edition, the Dryden press, New York.
- Brigham, EF and JC Gapenski and PR Daves (1999), *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers.
- Bushee, Brian, (1998), Institutional Investor, Long-term investmen and earnings management. *Social Science Research Network* (January): hal-30.
- Easterbrook. F. (1984) "Two Agency Cost Explanation of Dividends" *American Economic Review* 74, 650-659
- Imam Gozali, (2005), *Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Jensen. M and W. Meckling (1976), "Theory of the firm : Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure" *Journal of Finance Economic* 3, 305-366.
- Jensen G.R; Solberg, and T.S. Zorn, 1992 Simultanneous determinant of insider ownership, debt and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27; 247-263.
- Jensen, Michael C, (1986) Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and take overs. *American Economic Review Review* (76) : 323-329
- Lecker, D.F. 1983. The Association between performance plan adoption and corporate capital investment, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 5 (April, pp 3-30)
- Mayangsari, Sekar dan Wilopo (2001) Konservatisme Akuntansi, Value relevance dan discretionary accrual : Implikasi empiris model Felthan-Ohlson (1996). Artikel ini dipresentasikan pada Seminar Nasional Akuntansi, IV, Vol. 14 (September, Pp 399-422)

- Mc Connell, J.J. & C.J. Muscarella, 1985, Corporate Capital Expenditures decisions and the market values of firm, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (September). Pp. 339-422.
- Mc Connell, John J and Henri Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* (27) : p. 595-612.
- Myers, S, (1977) "Determinant of Corporate Borrowing" *Journal of Finance Economic* 5, p. 147-176.
- Myers, S and N. Majluf (1984). "Corporate Financing and Investment Decision when Firm have Information Investor Do Not Have" *Journal of Finance Economic*. Vol. 39 p. 187-221.
- Myers, S.C; (1984), The Capital Structure puzzle, *Journal of Finance*. Vol. 39 (July), pp.575-592.
- Moh'd MA; L.G. Perry and J.N. Rimbey (1988), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross-Sectional Analysis", *Financial Review*, Augustus, Vol.33, p. 85-99.
- Nicholson, W. (1992), *Microeconomic Theory : Basic Principles and Extensions*, 5th edition. The Dryden Press, Hinsdale, IL.
- Rozeff, M; 1992 'How Companies Sets Their Dividend-Payout Ratios', dalam J.M; Stern and D.H. Chew, *The Revolution in Corporate Finance*, Black Well Publishers, Oxford.
- Rozzeff. M.(1982), " Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratios" *Journal of Financial Research*, 5, 249-259"
- Sartono, A. (2001), "Long Term Financing Decision : View and Practice of Financial Managers of Listed Public Firm in Indonesia", *Gajah Mada International Journal of Bussiness*, 3; p. 35-44.
- Suad, H. (2002) "*Manajemen Keuangan*" Badan Penerbit FE-UGM, Yogyakarta, hal :98-103.
- Wahidahwati (2002^a) Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan institusional pada kebijakan utang perusahaan : Sebuah perspektif Theory Agency. "*Journal Riset Akuntansi Indonesia* (Januari): hal. 1-16.
- Wahidahwati. (2002^b). Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Non Liniaer dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Tesis*, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Weston, J Fred dan Brigham (1994), *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, jilid 2, Alih bahasa : Alfokus Sirait, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Weston, J Fred dan Copeland (1997), *Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Alih bahasa : A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta.